

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 15**

**MARS 1995**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

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

L'activité reste soutenue aux États-Unis et au Royaume-Uni. En Allemagne, la reprise se poursuit, tandis que le Japon subit les effets du séisme de Kobé, qui perturbent son redressement. La hausse des prix est contenue, mais quelques tensions se sont récemment manifestées dans certains pays.

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

Le dollar s'est replié par rapport au deutschemark et au yen, sous l'effet de la réapparition de craintes inflationnistes et des troubles observés sur les marchés émergents, sud-américains notamment. Le yen s'est nettement raffermi. La livre sterling s'est inscrite en recul marqué en fin de mois, malgré le relèvement du taux directeur de la Banque d'Angleterre. La lire a fortement reculé, affectée par les incertitudes d'ordre politique dans la péninsule et les difficultés d'adoption du budget par le Parlement italien. La couronne suédoise, d'abord bien orientée à l'instar des autres monnaies nordiques, a accusé un repli marqué en fin de mois. Le deutschemark, principal bénéficiaire de la défiance des marchés à l'égard du dollar, s'est montré particulièrement ferme par rapport à l'ensemble des autres monnaies européennes. Le franc, affecté par les incertitudes électorales, s'est effrité par rapport à la devise allemande, tandis que les taux à court terme français se tendaient en fin de période.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en février*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a continué de progresser à un rythme modéré. Le taux d'utilisation des capacités de production tend, depuis le début de l'année, à plafonner.

La progression de la demande globale s'est quelque peu affaiblie, surtout sur le marché intérieur, l'exportation continuant à se développer non seulement dans les zones éloignées mais aussi en Europe. Sur le marché français, la demande inter-industrielle reste mieux orientée que celle des ménages.

Les carnets de commandes sont jugés, dans l'ensemble, satisfaisants ; toujours abondants dans les biens intermédiaires, ils sont également, depuis le début de l'année, considérés comme solidement garnis dans les biens de consommation. Les stocks demeurent, globalement, conformes au rythme de l'activité ; ils apparaissent toujours insuffisants dans les biens intermédiaires. L'intensité de la concurrence, accrue par les fluctuations monétaires récentes, ne permet pas une répercussion intégrale du renchérissement des produits de base. Sauf pour les biens intermédiaires, qui ont enregistré des relèvements de tarifs, les prix de vente, dans l'ensemble, sont demeurés stables, entraînant une érosion des marges que de nombreux chefs d'entreprise interrogés jugent préoccupante.

Les prévisions d'activité des prochains mois demeurent optimistes dans l'ensemble des secteurs, sauf dans l'automobile où un nouveau recul de la production est prévu.

La reprise de l'investissement semble se confirmer. L'apparition plus fréquente de goulots d'étranglement conduit à envisager des programmes d'extension de capacités en nombre accru, notamment dans les grandes entreprises, la priorité étant donnée davantage à l'amélioration de la productivité dans les PME. Toutefois, l'ampleur du mouvement est encore modérée et son élargissement dépend de la poursuite de l'expansion.

L'activité commerciale, qui avait fortement progressé en janvier, s'est repliée en février. Les résultats des deux premiers mois de l'année marquent un progrès par rapport au bimestre précédent et à la période correspondante de l'année écoulée.

Les effectifs se sont stabilisés dans le commerce, les services marchands et l'industrie, à l'exception de l'automobile, où ils se sont effrités, et du bâtiment, où ils se sont contractés. La situation du marché du travail a cessé de se dégrader, mais l'amélioration observée n'est pas à l'exacte mesure des progrès de l'activité. Face à une concurrence toujours très forte, la plupart des chefs d'entreprise privilégient la flexibilité de l'emploi pour satisfaire la demande et cherchent à optimiser l'utilisation des capacités productives. Dans ces conditions, le mouvement de consolidation des emplois, perceptible depuis plusieurs mois, reste encore limité.

### **La balance des paiements en décembre**

Comme en 1993, l'année s'achève par un *excédent commercial* (FAB-FAB, cvs) très important (12,7 milliards de francs, après 6,8 milliards en novembre, contre 13,3 milliards en décembre 1993). L'excédent dégagé pour l'ensemble de l'année 1994 (87,8 milliards de francs) reste aussi élevé que celui de l'année précédente (88,1 milliards) dans un contexte de croissance soutenue des échanges (+ 10,1 % pour les importations et + 9,3 % pour les exportations).

L'excédent des *transactions courantes*, en données brutes, s'établit à 17,4 milliards de francs en décembre, résultat imputable pour l'essentiel aux échanges de marchandises et aux revenus du capital, portant le total pour l'année 1994 à 54,4 milliards de francs, contre 52,4 milliards en 1993.

Les *mouvements de capitaux* à court et à long terme, hors avoirs nets du secteur officiel, ont enregistré des entrées nettes de 28,7 milliards de francs au cours du mois, tandis que les avoirs nets du secteur officiel s'inscrivaient en hausse de 3,1 milliards. Pour l'ensemble de l'année, les mouvements de capitaux, hors avoirs nets du secteur officiel, se sont soldés par des entrées de 65,4 milliards de francs, contre des sorties de 94,7 milliards en 1993, et les avoirs nets du secteur officiel ont progressé de 70,8 milliards.

Les mouvements de capitaux à *long terme* ont dégagé en décembre des entrées nettes de 29,4 milliards de francs ; l'année se solde cependant par des sorties de 243 milliards de francs, nettement plus élevées que celles de l'année précédente (23,7 milliards). Les mouvements de capitaux à *court terme* (avoirs nets du secteur officiel inclus) ont donné lieu à des sorties nettes de 3,8 milliards de francs en décembre, mais à des entrées nettes de 237,6 milliards pour l'ensemble de l'année.

### **Les marchés de capitaux en février**

Les compartiments de court et de long terme ont évolué de manière divergente.

Les taux courts, orientés à la baisse durant les dix premiers jours, se sont ensuite tendus progressivement sous l'effet du redressement du deutschemark par rapport aux autres monnaies européennes, consécutif à l'affaiblissement du dollar. Le mouvement s'est amplifié les deux derniers jours du mois, dans le sillage de l'accroissement du taux au jour le jour.

Les taux longs ont baissé au cours de la première semaine, en liaison, notamment, avec l'évolution du marché obligataire américain, qui s'est raffermi sous l'effet d'indicateurs reflétant le ralentissement progressif de la croissance outre-Atlantique. Ils ont évolué sans tendance affirmée, alternant des phases de détente avec des périodes de tensions, en partie liées aux inquiétudes suscitées par la négociation salariale dans la métallurgie allemande.

L'écart entre les emprunts à 10 ans français et allemand est demeuré à peu près stable au cours du mois, aux environs de 60 points de base. Le taux des emprunts d'État de 7 à 10 ans (gisement du Matif) a cédé 9 centimes entre le 31 janvier et le 28 février, passant de 8,05 % à 7,94 %.

L'encours global des titres de créances négociables a légèrement progressé. Alors que les bons des institutions et des sociétés financières s'inscrivaient nettement en baisse et que les billets de trésorerie régressaient faiblement, l'encours des bons à moyen terme négociables est resté assez stable et celui des certificats de dépôt s'est inscrit en reprise, gagnant plus de 22 milliards de francs.

Sur le marché primaire obligataire, le redressement de l'activité s'est confirmé au cours des trois premières semaines de février, avant d'être affecté par la nouvelle crise intervenue sur les marchés de change en fin de période.

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40, défavorablement influencé par l'affaiblissement du dollar, a reculé de 1,10 % au cours du mois.

## Les agrégats monétaires

Après avoir progressé de 0,3 % en décembre, l'agrégat de monnaie M3 a diminué de 0,2 % en *janvier*. Ce léger repli s'explique par une contraction de 1,7 % des dépôts à vue inclus dans M1, dont l'évolution au mois le mois est assez irrégulière, ainsi que par un nouvel effritement des placements en titres d'OPCVM monétaires. En revanche, la croissance des comptes à taux réglementés s'est poursuivie à un rythme toujours soutenu et, parmi les avoirs rémunérés à taux de marché, les comptes à terme et les bons non négociables se développent rapidement.

Tous les agrégats sont en croissance. En glissement sur douze mois, et entre moyennes trimestrielles centrées, M1 a augmenté de 1,6 %, M2 de 4,9 % et M3 de 1,7 %. La variation de M3 sur les six derniers mois s'établit à 5,2 % en taux annualisé.

La progression de l'*agrégat de placement P1*, dont la définition a été révisée <sup>1</sup>, est restée soutenue (12,3 % sur un an). Les deux principales composantes de cet agrégat, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, ont respectivement progressé de 16,6 % et de 14,5 %.

À *fin novembre*, la progression annuelle de l'*endettement intérieur total* s'élevait à 3,0 %.

<sup>1</sup> Cf. avertissement méthodologique de la rubrique 6 du présent *Bulletin*

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

---

### 2.1. France

#### Le gouvernement et la politique générale

##### *Les nominations*

- 1<sup>er</sup> février** Benoît Jolivet remplace Maurice Gousseau à la présidence du Comité consultatif des usagers.

##### *Les privatisations*

- 7 février** Lancement de l'offre publique de vente de la Seita, dont le prix des actions est fixé à FRF 129 pour les particuliers et à FRF 133 pour les investisseurs institutionnels.
- 17 février** La tranche de l'opération ci-dessus réservée aux particuliers a été sursouscrite 3,9 fois et celle des institutionnels 9,2 fois. En revanche, les débiteurs de tabac n'ont demandé que 58 % des titres qui leur étaient proposés.

##### *La fonction publique*

- 9 février** Publication des décrets favorisant le développement du temps partiel dans la fonction publique.

##### *Les mesures en faveur de la pêche*

- 16 février** Déblocage d'une nouvelle enveloppe de FRF 330 millions, dont 180 millions à la charge directe de l'État, pour aider les artisans pêcheurs.

##### *Les finances publiques*

- 21 février** Le Premier ministre gèle FRF 20 milliards de crédits budgétaires.
- 27 février** En 1994, le besoin de financement de l'État, de la sécurité sociale et des collectivités locales s'est établi entre 5,7 % et 5,8 % du PIB.

#### Les principaux indicateurs conjoncturels

##### *Les comptes nationaux*

- 24 février** Selon les premières estimations de l'INSEE, le PIB a augmenté de 0,6 % au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, sa croissance atteint 2,5 %, après une chute de 1,0 % en 1993.

##### *Les perspectives d'activité*

- 9 février** Interrogés par l'INSEE, les industriels estiment que leurs investissements vont augmenter de 12 % en volume en 1995, après quatre années consécutives de recul.

***La production industrielle***

- 8 février** Au troisième trimestre 1994, l'indice trimestriel de la production industrielle a progressé de 1,1 %, après une hausse de 2,8 % au cours de la période précédente. La production manufacturière s'est accrue, pour sa part, de 0,6 %.
- 21 février** En décembre, l'indice mensuel de la production industrielle a augmenté de 0,8 % sur un mois, et de 6,3 % sur un an. La production manufacturière, quant à elle, s'est accrue de 0,9 % par rapport à novembre et de 10,7 % en glissement annuel. En moyenne sur l'ensemble de l'année, elle a progressé de 5,8 %, après avoir chuté de 5,0 % en 1993.

***Les créations et les défaillances d'entreprises***

- 8 février** Les créations d'entreprises ont diminué en janvier, ressortant à 25 140, contre 27 480 en décembre 1994.
- 10 février** Selon l'Agence nationale pour la création et le développement des nouvelles entreprises, 294 200 entreprises ont été créées, réactivées ou reprises en 1994, soit 7,6 % de plus qu'en 1993.
- 23 février** Le nombre des défaillances d'entreprises s'est élevé à 4 756 en septembre, contre 4 069 en août et 4 431 en juillet.

***Les immatriculations d'automobiles***

- 2 février** Elles ont augmenté de 21,0 % en glissement annuel en janvier (15,5 % après correction du nombre de jours ouvrés).

***Les mises en chantier de logements***

- 21 février** Selon le ministère de L'Équipement, les mises en chantier de logements neufs se sont élevées à 27 700 en janvier, en hausse de 3,4 % par rapport à janvier 1994.

***La consommation des ménages***

- 22 février** La consommation des ménages en produits manufacturés a fléchi en janvier de 1,9 % par rapport à décembre. Sur un an, toutefois, elle a progressé de 2,8 %.

***La population et l'emploi***

- 3 février** Selon l'INSEE, l'emploi s'est accru de 424 000 postes en 1994, alors que la population active augmentait de 433 000 personnes.
- 7 février** La France a franchi le cap des 58 millions d'habitants en 1994, soit 0,5 % de plus qu'en 1993.
- 14 février** Selon les chiffres provisoires de l'INSEE et du ministère du Travail, les secteurs marchands non agricoles ont créé 218 000 emplois supplémentaires en 1994 ; l'emploi a ainsi progressé de 1,5 % par rapport à 1993, année au cours de laquelle 231 000 emplois avaient été perdus.
- 24 février** En 1994, 2,4 millions de personnes ont bénéficié des différentes mesures d'aide à l'emploi, soit 8 % de plus qu'en 1993.
- 28 février** En janvier, le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 17 000 (– 0,5 %), s'établissant à 3 306 400, soit au même niveau qu'en janvier 1994. Le taux de chômage est revenu à 12,3 %, contre 12,4 % (chiffre révisé) en décembre.

**Les salaires et la durée du travail**

**14 février** Selon le ministère du Travail, le salaire mensuel de base a progressé de 2,1 % en 1994 et le taux de salaire horaire ouvrier de 2,3 %.

Selon la même source, la durée hebdomadaire du travail a diminué de 2,9 %, soit une heure, entre 1987 et 1993. Cette réduction est imputable au développement du temps partiel (à raison de 65,5 %), au moindre recours aux heures supplémentaires (24,1 %) et au chômage partiel (10,4 %).

**Les prix**

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

**Les comptes extérieurs**

**15 février** En novembre, la balance des opérations courantes a dégagé un solde positif (cvs) de FRF 1,35 milliard, contre 3,06 milliards le mois précédent. Sur les onze premiers mois de l'année, l'excédent cumulé ressort à FRF 48,03 milliards, contre 47,13 milliards pour la période correspondante de 1993.

**22 février** Avec un solde positif de FRF 12,71 milliards en décembre, la balance commerciale a dégagé, l'an dernier, un excédent de FRF 87,35 milliards, proche du record de 88,12 milliards enregistré en 1993.



## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> février** Le Système de réserve fédérale relève de 50 points le taux des fonds fédéraux, de 5,50 % à 6,0 %, et le taux d'escompte, de 4,75 % à 5,25 %. Les grandes banques américaines relèvent le taux de base bancaire de 8,50 % à 9,0 %.
- Hausse de 6,75 % à 7,25 % du principal taux de refinancement de la Banque du Canada.
- Aux États-Unis, progression de 0,1 % de l'indice synthétique des indicateurs avancés en décembre et hausse à 57,9 % de l'indice des directeurs d'achat en janvier.
- 2 février** La Banque d'Angleterre relève de 50 points son taux d'intervention, de 6,25 % à 6,75 %, et les principales banques britanniques majorent leur taux de base de 50 points.
- 3 février** Aux États-Unis, le taux de chômage s'établit à 5,7 % en janvier, contre 5,4 % en décembre, avec la création de 134 000 emplois non agricoles.
- En Allemagne, progression de 2,7 % en décembre des commandes à l'industrie.
- 7 février** En Allemagne occidentale, hausse de 8,2 % à 8,9 % du taux de chômage brut, pour le mois de janvier.
- 8 février** En Allemagne, la croissance de la masse monétaire M3, pour le mois de décembre 1994, est confirmée à + 4,8 %, après + 5,8 % en novembre.
- 9 février** La Banque de Suède relève ses taux directeurs (de 7,6 % à 7,8 % pour le taux d'escompte, de 6,0 % à 6,5 % pour le taux des dépôts).
- Le déficit commercial britannique s'élève à 640 millions de livres sterling en novembre.
- 10 février** La Banque de Finlande relève son taux d'intervention de 5,50 % à 5,75 %.
- 13 février** Au Royaume-Uni, progression de 1,3 % de l'indice des prix à la production en janvier.
- 15 février** Aux États-Unis, en janvier, les prix à la consommation ont augmenté de 0,3 % et la production industrielle de 0,4 %, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production s'est établi à 85,5 %.
- En Allemagne, hausse de 0,7 % des prix de gros en janvier.
- Au Royaume-Uni, baisse de 0,9 % des ventes de détail en janvier.
- 16 février** Repli de 6,4 % de la Bourse de Mexico.
- 17 février** Réduction du déficit commercial américain, qui passe de 10 milliards de dollars en novembre à 7,3 milliards en décembre, le déficit bilatéral avec le Japon s'inscrivant en recul de 10 %.
- 20 février** En Allemagne, hausse de 0,1 % des prix à la production, en décembre, ce qui porte à 1,6 % l'augmentation sur un an.

- 22 février** La Banque d'Italie relève ses taux directeurs de 0,75 point et 1,25 point respectivement pour le taux d'escompte, qui passe de 7,50 % à 8,25 %, et le taux des avances à échéance fixe, porté de 8,50 % à 9,75 %. Jusqu'à présent, l'écart entre les deux taux était de 100 points de base.
- 23 février** La masse monétaire allemande M3 s'est contractée de 5,8 % en janvier par rapport à la moyenne du quatrième trimestre 1994.
- Devant le Sénat américain, à l'occasion du « Humphrey Hawkins Testimony », M. Greenspan évoque la possibilité d'un « atterrissage en douceur » de l'économie et d'une stabilisation des taux courts américains.
- 24 février** L'indice Dow Jones atteint son plus haut niveau historique à 4 011.
- 27 février** Annonce de la faillite de la banque d'affaires britannique Barings, à la suite de pertes importantes sur le marché à terme de Singapour.
- La Bourse de Tokyo perd 3,8 %.
- La livre sterling tombe à 2,3130 deutschemarks.
- 28 février** En Allemagne occidentale, l'inflation en février est estimée à + 2,3 % sur un an.
- 6 mars** Le Comité monétaire de l'Union européenne décide de dévaluer la peseta de 7,0 % et l'escudo de 3,5 %.
- 7 mars** La Banque d'Espagne relève son taux d'intervention au jour le jour de 8,05 % à 8,55 % ; le taux directeur (taux des appels d'offres) reste inchangé.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité reste soutenue aux États-Unis et au Royaume-Uni. En Allemagne, la reprise se poursuit, tandis que le Japon subit les effets du séisme de Kôbé qui retardent son redressement. La hausse des prix est contenue mais quelques tensions se sont récemment manifestées dans certains pays.

La **hausse des prix** de détail est restée modérée. Aux États-Unis, en rythme annuel, elle est passée de 2,7 % au mois de décembre à 2,8 % en janvier. Une accélération de la hausse des prix d'une amplitude similaire s'est produite dans l'Union européenne, avec une progression pour l'ensemble des pays de 3,2 % en janvier, après 3,1 % en décembre en glissement annuel. En Allemagne occidentale, la hausse a atteint 2,3 % en janvier et en février, se situant en dessous du rythme observé en moyenne annuelle en 1994. En revanche, au Royaume-Uni, une accélération de la hausse des prix continue à se manifester, avec une hausse en rythme annuel de l'indice général de 3,3 % en janvier, contre 2,9 % en décembre. L'accélération est également sensible en Italie (4,3 % en février, après 3,8 % en janvier).

Les **taux d'intérêt** à long terme se sont détendus en moyenne mensuelle en février, dans le prolongement de la tendance amorcée à la fin du mois de janvier dans la plupart des pays. Aux États-Unis, la baisse constatée des rendements obligataires à long terme s'est amplifiée en liaison avec la conviction des marchés que la politique monétaire restera fermement orientée sur la stabilité des prix. Seule l'Italie n'a pas enregistré un mouvement analogue de détente. Les taux à court terme se sont également détendus, en février, dans les principaux pays, à l'exception du Royaume-Uni. À la fin du mois de février et au début du mois de mars, les taux à court terme se sont tendus en Italie, en Espagne et au Portugal.

Aux **États-Unis**, les statistiques révisées concernant le PIB indiquent une croissance de 4,6 % en rythme annualisé au quatrième trimestre (contre 4,5 % en première estimation), après 4,0 % au troisième trimestre. La progression en moyenne annuelle s'établit à 4 %, après 3 % en 1993.

Les derniers indicateurs disponibles témoignent du caractère toujours soutenu de l'activité, même si certains signes de ralentissement commencent à apparaître. La croissance de la production industrielle s'est certes modérée (0,4 % en janvier, après 0,9 % en décembre) mais le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a atteint un nouveau sommet avec 85,5 % en janvier, contre 85,4 %. Les commandes à l'industrie se sont affaiblies (+ 0,6 %, contre 2,0 % en décembre et 10,2 % en glissement, contre 12,5 % fin décembre). Les ventes au détail se sont en revanche accrues de 8,0 % en valeur en glissement à fin janvier, contre 6,6 % fin décembre, la hausse des taux d'intérêt ne s'étant pas encore répercutée sur la consommation des ménages. L'impact est toutefois perceptible sur les dépenses de construction, qui ont diminué de 0,2 % en janvier, après avoir enregistré une progression de 1,1 % en décembre. Le taux de chômage est passé de 5,4 % de la population active en décembre à 5,7 %, en janvier 1995, compte tenu du ralentissement des créations d'emplois (134 000, après 201 000 en décembre). Le déficit commercial s'est réduit, revenant de 14,1 milliards de dollars en novembre à 11,4 milliards en décembre ; sur l'ensemble de l'année, il s'établit à 150,3 milliards

de dollars (soit 2,2 % du PIB), contre 115 milliards en 1993 (1,8 %).

Au **Japon**, la croissance devrait se ralentir au premier trimestre 1995 en raison de l'impact du séisme de Kobé. La production industrielle a reculé de 1,4 % en janvier, après une baisse de 0,4 % en décembre, progressant de 4,9 % sur un an, contre 6,8 % fin décembre. L'indice corrigé des variations saisonnières s'établit à 93,5 début 1995, contre un niveau moyen de 101,8 en 1991. La contraction des dépenses de consommation des ménages qui s'était aggravée en décembre, passant de 2,5 % en novembre à 3,1 %, pourrait s'être encore accentuée en janvier, compte tenu de l'impact du tremblement de terre. Les mises en chantier de logements ont diminué en glissement annuel de 5,6 % en janvier, après un accroissement de 2,9 % en décembre. Le taux de chômage est resté stable, à 2,9 % en décembre et en janvier. L'excédent commercial s'est affaibli, revenant de 10,6 milliards de dollars en décembre à 7,9 milliards en janvier, les exportations ayant diminué de 7,3 %. Les marchandises exportées du seul port de Kobé ont reculé de 46,9 % par rapport à décembre. Sur l'ensemble de l'année 1994, l'excédent courant s'est établi en léger recul par rapport à l'année précédente : 128,8 milliards de dollars, contre 133,1 milliards en dépit d'un renforcement de l'excédent commercial (143,8 milliards, contre 142,1 milliards). Les déficits des services (-8,8 milliards de dollars, après -3,8 milliards) et des transferts unilatéraux (-7,5 milliards de dollars, après -6,1 milliards) ont en effet été plus prononcés.

En **Allemagne**, dans la partie occidentale, selon les premières évaluations publiées, la croissance du PIB (+2,3 % sur l'ensemble de l'année 1994) s'est ralentie au quatrième trimestre (0,8 %, après 1,3 % au troisième). La consommation privée s'est contractée par rapport au trimestre précédent (-1,0 %) tandis que la consommation publique poursuivait une progression modérée (+1,5 %).

L'investissement, en particulier dans le secteur de la construction (+3,5 %), a connu une évolution plutôt favorable. La production industrielle s'est accrue de 3,2 % sur

l'ensemble de 1994, après un recul de 7,0 % en 1993. Dans la partie orientale de l'Allemagne, elle s'est contractée en décembre 1994 de 10,7 % par rapport à novembre. D'une année à l'autre, la production s'inscrit toutefois toujours en hausse sensible (+19,4 %, contre +21,4 % précédemment).

Le taux de chômage cvs, dans la partie occidentale de l'Allemagne, est demeuré stable en février, pour le cinquième mois consécutif avec 8,2 % de la population active, ce qui représente 2,52 millions de chômeurs, contre 2,53 millions en janvier. Pour l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage brut a très légèrement reculé, revenant de 10,0 % en janvier à 9,9 % en février, soit 3,83 millions de chômeurs, contre 3,85 millions.

Le commerce extérieur de l'ensemble de l'Allemagne a dégagé, en décembre, un excédent brut de 6,2 milliards de deutschemarks. Sur l'ensemble de l'année 1994, l'excédent commercial (73,9 milliards de deutschemarks) a progressé, atteignant 2,3 % du PIB en 1994, contre 2,0 % en 1993. En revanche, le solde déficitaire des échanges de services s'est dégradé (2,2 % du PIB en 1994, contre 1,2 % en 1993). Au total, le déficit des transactions courantes s'est accentué en 1994, représentant 55,6 milliards de deutschemarks, soit 1,7 % du PIB, contre 1,0 % en 1993.

Au **Royaume-Uni**, le PIB a progressé de 0,8 % au quatrième trimestre 1994, comme au troisième, soit un glissement annuel de 3,9 %, après 4,0 % au troisième trimestre. Le rythme de croissance de la consommation des ménages semble s'infléchir nettement, l'indice cvs des ventes au détail ayant diminué de 0,9 % en janvier, ramenant le glissement annuel à 0,2 %, contre 2,9 % en décembre. Ce résultat confirme et amplifie la tendance au ralentissement de la consommation depuis le second semestre 1994. La hausse des salaires en décembre est restée modérée (+3,75 %). Sur l'ensemble de l'année, les salaires ont crû légèrement plus qu'en 1993, de 3,79 %, après 3,67 %. Le chômage continue à se réduire, avec une baisse de 27 500 personnes

en janvier, le taux de chômage revenant de 8,6 % en décembre à 8,5 %.

Le solde des finances publiques a dégagé un excédent de 2,99 milliards de livres sterling en janvier, après un déficit de 460 millions en décembre. Sur les dix premiers mois de l'année fiscale, le déficit des administrations publiques atteint 20,17 milliards de livres sterling. Dans ces conditions, l'objectif du gouvernement, qui est de ramener ce déficit à 36,1 milliards de livres sterling, devrait être atteint.

En **Italie**, la reprise de la croissance n'a pas permis d'améliorer la situation du marché du travail, puisque l'emploi total s'est révélé être inférieur de 2,1 % en fin d'année 1994 au niveau atteint à la fin décembre 1993. Le taux de chômage a atteint en décembre 12,1 %, contre 11,3 % un an plus tôt.

Le dynamisme des exportations, malgré une tendance parallèle au redressement des importations lié à la reprise de la demande interne, a permis à l'Italie de dégager un excédent

courant de 25 100 milliards de liras (soit 1,2 % du PIB) en 1994, après 17 985 milliards en 1993 (1,1 % du PIB).

En **Espagne**, l'amélioration de la conjoncture a provoqué un redressement sensible de la situation des finances publiques au quatrième trimestre 1994 : le déficit cumulé a atteint 800,7 milliards de pesetas, contre 1 147,3 milliards pour la même période de 1993.

Pour l'ensemble de l'année 1994, le déficit des paiements courants s'est établi à 537,2 milliards de pesetas, soit 0,7 % du PIB, contre 309 milliards en 1993, par suite, notamment, de l'aggravation du déficit commercial.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a perdu au cours du mois de février 4 % de sa valeur par rapport au deutschemark et plus de 2,5 % de sa valeur par rapport au yen. Cette faiblesse de la devise américaine s'explique essentiellement par la réapparition de craintes inflationnistes et par les troubles observés sur les marchés émergents, notamment sud-américains. Principal bénéficiaire de cette défiance des marchés à l'égard du dollar, le deutschemark a été particulièrement ferme par rapport à l'ensemble des monnaies européennes.

Le **dollar** s'échangeait en début de période à 1,5250 deutschemark, soutenu par la décision du Système de réserve fédérale de relever ses taux directeurs de 50 points de base. Il bénéficiait également de la meilleure tenue du peso mexicain, consécutive à la hausse de 10 % des taux d'intérêt mexicains et à l'accord sur les modalités pratiques du plan d'aide au Mexique.

Par la suite, la réapparition de craintes sur l'évolution de la situation mexicaine a pesé sur le dollar. Dans le même temps, les déclarations de M. Greenspan, devant le Congrès, sur le ralentissement de la croissance américaine, ont semblé écarter toute nouvelle hausse des taux dans l'immédiat. Dans ce contexte, l'annonce d'une réduction de 27 % du déficit commercial américain (à 7,34 milliards de dollars) et de 10 % du déficit bilatéral avec le Japon au mois de décembre n'a pu empêcher le dollar de se replier jusqu'à 1,4650 deutschemark pour 1 dollar.

Le **yen** s'est nettement raffermi au cours du mois de février. Le rapport de conjoncture (Tankan) publié par la Banque du Japon indique en effet que la croissance reste modérée, mais que le tremblement de terre de Kôbe n'aura pas de conséquences économiques négatives importantes à long terme. Le yen a également bénéficié de la publication de l'excédent commercial japonais, qui a atteint 145,82 milliards de dollars en 1994 contre 141,51 milliards en 1993. L'excédent des paiements courants s'est en revanche quelque peu replié, à 129,33

milliards de dollars en 1994, contre 131,45 milliards en 1993.

Le **dollar canadien**, bien orienté après la décision de la Banque du Canada de relever de 50 points de base, à 7,25 %, son principal taux de refinancement et après une élection partielle défavorable au parti séparatiste québécois, s'est ensuite affaibli en liaison avec la mise sous surveillance par Moody's de la dette extérieure du Canada.

La **livre sterling** s'est inscrit en recul marqué en fin de mois, en dépit de la hausse de 50 points, à 6,75 %, du taux directeur de la Banque d'Angleterre. La devise britannique a perdu 4 % de sa valeur par rapport au deutschemark pour s'échanger à 2,31 deutschemarks pour 1 livre sterling. La monnaie britannique a pâti d'une situation politique dégradée, avec la démission de M. Wardle, ministre adjoint du Commerce, et la prise de position des députés conservateurs en faveur d'un référendum sur l'Europe. La conclusion probable d'un accord entre les gouvernements britannique et irlandais sur l'avenir de l'Irlande du Nord pourrait priver M. Major du soutien des unionistes d'Ulster, alors que sa majorité est déjà très étroite. La livre sterling a également été affecté par la faillite de la banque Barings et par les déclarations du gouvernement de la Banque d'Angleterre excluant un nouveau relèvement des taux directeurs.

La **lire italienne** a fortement reculé, perdant près de 6 % de sa valeur face au deutschemark (1 143 liras pour 1 deutschemark le 28 février), ce qui a conduit la Banque d'Italie à relever ses taux directeurs, le taux d'escompte passant de 7,50 % à 8,25 %. Des données préliminaires indiquent que l'inflation en Italie pourrait atteindre 4,3 % à 4,4 % en rythme annuel en février. Mais la monnaie italienne a surtout été affectée par des incertitudes d'ordre politique, notamment la scission intervenue au sein de la ligue du Nord, et les difficultés rencontrées par M. Dini pour faire adopter son budget par le Parlement.

La **couronne suédoise** a été bien orientée en début de mois, à l'instar des autres monnaies nordiques. Elle a favorablement réagi à la décision de la Banque de Suède de relever ses taux directeurs. Mais l'information selon laquelle Malmö, troisième ville du pays, ne serait plus en mesure de faire face à ses échéances a provoqué un repli marqué de la monnaie suédoise, qui a également souffert jusqu'à la fin du mois de la fermeté du deutschemark.

Le **deutschemark** a bénéficié des difficultés du dollar et d'autres monnaies européennes. Sa vive fermeté n'a pas été remise en cause par le mouvement de grève lancé en Bavière par le syndicat IG Metall dans la mesure où les opérateurs s'attendaient à une conclusion assez rapide des négociations salariales. L'inflation est

restée modérée en février et l'agrégat M3 s'est contracté. Par contre, le déficit de la balance des paiements courants s'est creusé (de 32,2 milliards de deutschemarks en 1993 à 55,6 milliards en 1994).

La **peseta**, particulièrement affectée par la vigueur du deutschemark, a subi des pressions accrues dans un contexte politique qui reste difficile.

Le **franc français** a été affecté par les incertitudes électorales. Il a évolué entre 3,465 francs et 3,520 francs pour 1 deutschemark, tandis que les taux à court terme français se tendaient en fin de période.

L'annonce d'un gel de 20 milliards de francs de crédits budgétaires et la publication de données économiques favorables n'ont eu qu'un impact limité sur les cours. La production industrielle a progressé de 0,8 % (+ 0,9 % pour la production manufacturière) et l'excédent commercial s'est élevé à 12,75 milliards de francs au mois de décembre, tandis qu'en janvier la consommation des ménages baissait de 1,9 %. La progression du PIB ressort à 0,6 % pour le quatrième trimestre 1994 (après + 0,8 % pour le troisième trimestre), soit + 2,5 % sur l'ensemble de l'année, alors que les prix de détail n'ont augmenté que de 1,7 % sur un an.



**COURS DE CHANGE À PARIS***(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		31 janvier 1995	28 février 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,241	5,1495	-1,75
Écu privé.....	1 XEU	6,5525	6,541	-0,18
Allemagne.....	100 DEM	346,74	351,98	1,51
Belgique.....	100 BEF	16,8185	17,088	1,60
Pays-Bas .....	100 NLG	309,32	313,84	1,46
Danemark.....	100 DKK	87,82	88,52	0,80
Espagne.....	100 ESP	3,986	4,014	0,70
Portugal.....	100 PTE	3,355	3,395	1,19
Irlande.....	1 IEP	8,229	8,1235	-1,28
Royaume-Uni.....	1 GBP	8,342	8,1285	-2,56
Italie.....	1000 ITL	3,2825	3,079	-6,20
Grèce.....	100 GRD	2,2235	2,2085	-0,67
Suède .....	100 SEK	70,39	69,87	-0,74
Finlande .....	100 FIM	110,92	113,78	2,58
Norvège .....	100 NOK	79,09	79,45	0,46
Suisse .....	100 CHF	412,03	415,12	0,75
Japon.....	100 JPY	5,3084	5,3181	0,18

**TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES***(en pourcentage)*

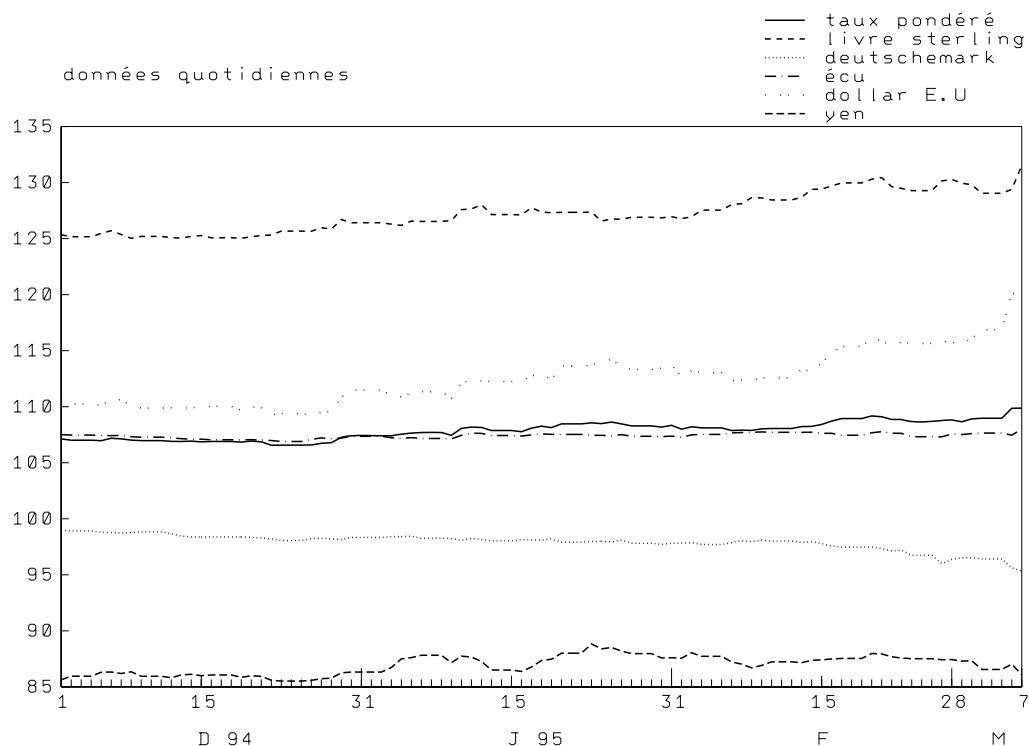
	1 mois		3 mois	
	31 janvier 1995	28 février 1995	31 janvier 1995	28 février 1995
Dollar .....	6,063	6,062	6,25	6,187
Livre sterling .....	6,562	6,437	6,75	6,687
Deutschemark .....	4,938	4,937	5,00	5,062
Franc suisse .....	3,75	3,562	3,937	3,75
Franc français .....	5,56	6,10	5,81	6,30

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

Mise à jour le 28 février 1995



### 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.

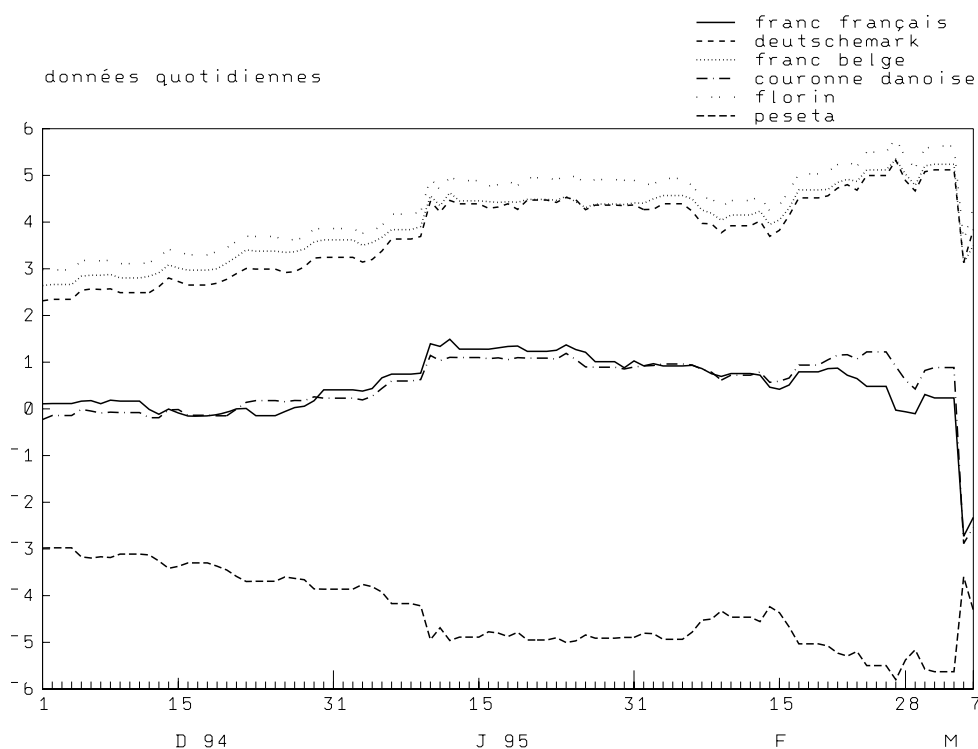
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 8 mars 1995

Depuis la fin du mois de janvier, le franc français est demeuré relativement stable par rapport à l'écu. Face au deuschemark et au yen, la monnaie française s'est effritée. À l'inverse, elle s'est raffermie vis-à-vis de la livre sterling et surtout du dollar, particulièrement en fin de période.

## 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.

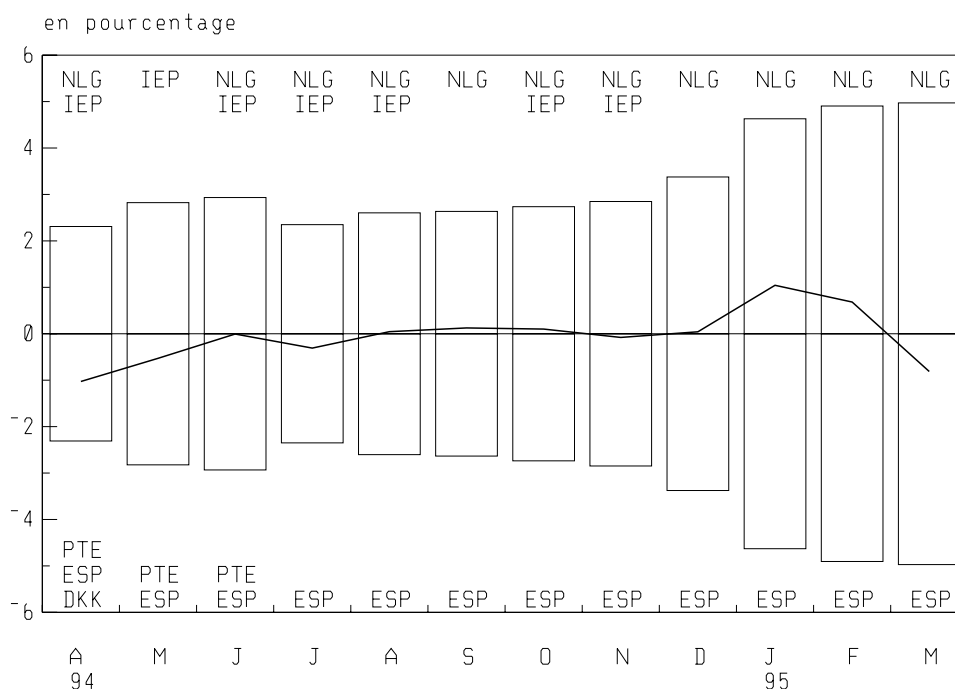
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 mars 1995

De la mi-février jusqu'au 6 mars, date du réaménagement des parités de la peseta et de l'escudo au sein du Système monétaire européen, l'évolution de la position relative du franc français s'est légèrement écartée de celles du deutschmark, du florin, du franc belge et de la couronne danoise. La dévaluation de 7 % de la monnaie espagnole, intervenue le 6 mars, a entraîné un rapprochement des positions extrêmes au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir :

ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ;

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.

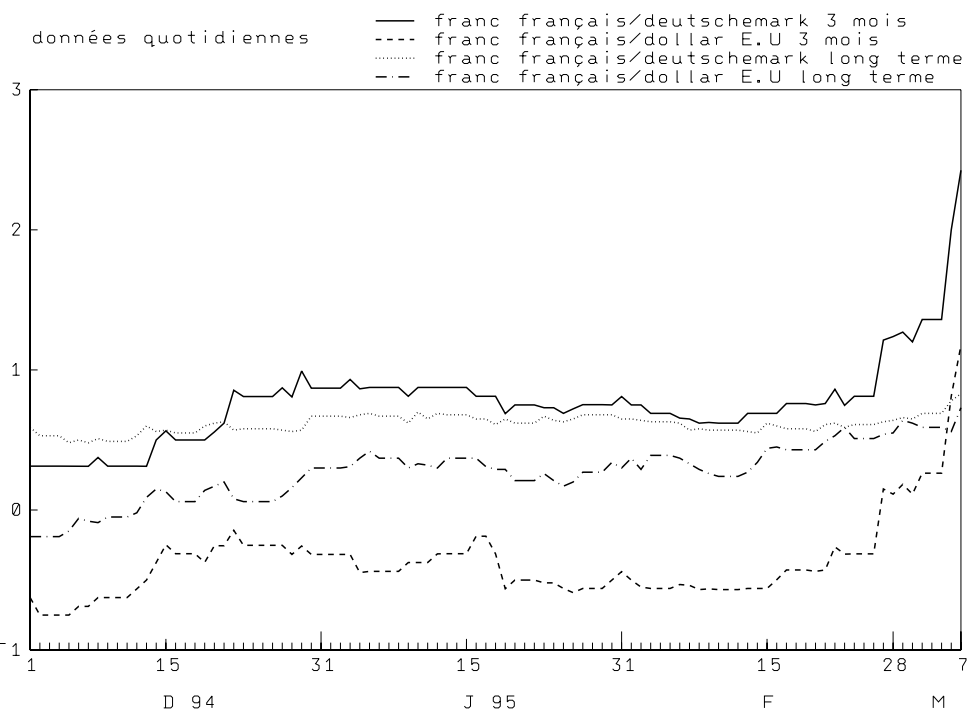
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 mars 1995

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin néerlandais est resté durant tout le mois de février en opposition avec la devise espagnole, qui a continué d'enregistrer les écarts négatifs moyens les plus importants. Au total, l'écart entre les extrêmes a relativement peu varié d'un mois à l'autre, mais il atteint le niveau le plus élevé observé depuis un an.

## ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Relativement stable jusque dans les derniers jours du mois de février, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands s'est ensuite fortement accentué sous l'effet de la remontée des taux en France. Il ressort à 240 points de base début mars, contre 80 points de base fin janvier. De même, l'écart entre taux courts français et américains s'est creusé, passant de 40 points de base à 120 points entre fin janvier et début mars.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands a eu tendance à s'élargir légèrement en fin de période, du fait de la hausse des taux en France. L'augmentation de l'écart de taux entre la France et les États-Unis reflète en outre une détente des taux longs américains.

### 3.3. Le marché de l'or

La fluctuation du prix de l'or a été très réduite et le cours de l'once a évolué entre 374 dollars et 377 dollars durant la majeure partie du mois de février. Le dénouement de positions optionnelles l'a porté jusqu'à 380 dollars l'once avant un repli d'environ 4 dollars par once en fin de mois, sous

l'effet de ventes de fonds d'investissement. En effet, les investisseurs ne montrent guère d'enthousiasme pour l'or dans le contexte actuel : une inflation de mieux en mieux contrôlée aux États-Unis et dans le monde ne les incite pas à se positionner durablement sur le métal fin.

COURS DE L'OR			
	Au 31 janvier 1995	Au 28 février 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	63 000	62 450	- 0,87
Lingot (le kg).....	63 700	62 700	- 1,57
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	368	360	- 2,17
Vreneli .....	370	361	- 2,43
Union latine .....	369	361	- 2,17
Souverain .....	469	463	- 1,28
20 dollars .....	125,25	125	- 0,20
Peso mexicain .....	2 355	2 325	- 1,27
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	374,90	376,40	0,40
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			
			Mise à jour le 28 février 1995

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

---

## 4.1. La conjoncture économique en février 1995

### Les indicateurs

En février, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une hausse comprise entre 0,3 % et 0,4 % succédant à une augmentation de 0,3 % en janvier, soit une progression de 1,7 % sur un an.

Les comptes nationaux relatifs au quatrième trimestre font ressortir une augmentation du PIB de 0,6 % en volume (après + 0,8 % au troisième trimestre), soutenue par celle de l'investissement des entreprises (+ 1,8 %, contre + 0,6 %) ainsi que celle des exportations (+ 4,6 %, contre – 0,8 %).

L'activité commerciale s'est repliée en février, après la forte progression enregistrée en janvier.

Dans le bâtiment, le nombre de logements commencés au cours de l'année 1994 est en progression de 17,7 % par rapport à 1993.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,3 % au quatrième trimestre 1994 (résultats définitifs), après + 0,4 % au troisième trimestre.

En janvier, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a baissé de 0,5 %. Sur un an, la progression du chômage est nulle, alors qu'elle était de 10,5 % à fin décembre 1993.

Le taux de chômage au sens du BIT s'est établi à 12,3 %, contre 12,4 % en décembre 1994 (chiffres révisés).

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a progressé en février à un rythme globalement modéré.

**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 mars 1995

En février, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la *production industrielle a continué de progresser* à un rythme modéré. L'activité s'est, de nouveau, renforcée dans les biens de consommation et les industries agro-alimentaires ; elle est restée stable dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels et a fléchi dans l'automobile. Le taux d'utilisation des capacités de production tend, depuis le début de l'année, à plafonner.

**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 mars 1995

La progression de la *demande globale* s'est quelque peu affaiblie, surtout sur le marché intérieur. L'exportation continue, en effet, de se développer, non seulement dans les zones éloignées (Amérique du Nord et du Sud, Asie), mais également en Europe, notamment en Allemagne. La concurrence des pays européens dont les monnaies se sont dépréciées (Espagne, Italie, Royaume-Uni) s'est toutefois avivée ; la

faiblesse persistante du dollar gêne également les exportateurs même si les débouchés américains demeurent importants. Sur le marché français, la demande inter-industrielle apparaît toujours mieux orientée que celle des ménages ; elle est soutenue par la bonne tenue des exportations et, plus marginalement, par le souci de prévenir d'éventuels relèvements de prix.

### 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 mars 1995

Les *carnets de commandes* sont jugés satisfaisants dans l'ensemble. Toujours abondants dans les biens intermédiaires, ils sont également, depuis le début de l'année, considérés comme solidement garnis dans les biens de consommation.

Les *stocks* demeurent, globalement, conformes au rythme de l'activité ; ils apparaissent toujours insuffisants dans les biens intermédiaires.

### 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 mars 1995



L'intensité de la concurrence, accrue par les fluctuations monétaires récentes, ne permet pas une répercussion intégrale du renchérissement des produits de base. Aussi, si l'on excepte les biens intermédiaires qui ont enregistré des relèvements de tarifs, les *prix de vente* sont-ils, dans l'ensemble, demeurés stables, entraînant une érosion des marges que de nombreux chefs d'entreprise interrogés jugent préoccupante.

Les *prévisions d'activité des prochains mois* demeurent optimistes dans l'ensemble des secteurs, sauf dans l'automobile où un nouveau recul de la production est attendu.

La reprise de l'*investissement* semble se confirmer. L'apparition plus fréquente de goulots d'étranglement conduit à envisager des programmes d'extension de capacités en nombre accru, notamment dans les grandes entreprises, la priorité étant davantage donnée à l'amélioration de la productivité dans les PME. Toutefois, l'ampleur du mouvement est encore modérée et son élargissement dépend de la poursuite de l'expansion.

### 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 mars 1995

L'*activité commerciale*, qui avait fortement progressé en janvier, s'est repliée en février. Les résultats des deux premiers mois de l'année marquent un progrès par rapport au bimestre précédent et à la période correspondante de l'année écoulée.

Les *effectifs* sont stabilisés dans le commerce, les services marchands et l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils se sont effrités et du bâtiment où ils se sont contractés. La situation du marché du travail a cessé de se dégrader, mais l'amélioration observée n'est pas à l'exacte mesure des progrès de l'activité. Face à une concurrence toujours très forte, la plupart des chefs d'entreprise privilégient la flexibilité de l'emploi pour satisfaire la demande, grâce à des modulations d'horaires et au recours au travail temporaire, aux contrats à durée déterminée, aux pré-contrats ; ils cherchent à optimiser l'utilisation des capacités productives en allongeant la durée d'utilisation des équipements. Dans ces conditions, le mouvement de consolidation des emplois, perceptible depuis plusieurs mois, reste encore limité.

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

### Premiers résultats de l'année 1994

L'important excédent de 17,4 milliards de francs des transactions courantes en décembre 1994 porte le total de l'année à + 54,4 milliards de francs.

Le dernier mois de l'année est caractérisé par trois mouvements notables.

- Le très fort excédent des transactions courantes, à 17,4 milliards de francs, est imputable pour l'essentiel aux échanges de marchandises et aux revenus du capital.

- Les transferts en capital substantiels de près de 22 milliards de francs proviennent des annulations de dettes dites de « Dakar II », dont la contrepartie se trouve dans les capitaux à long terme.

- Le solde des investissements de portefeuille est à l'équilibre, les cessions de titres étrangers par les résidents (15,5 milliards de francs) ayant quasiment compensé les désinvestissements des non-résidents sur titres français (12,8 milliards de francs).

Les premiers résultats publiés portant sur l'ensemble de l'année confirment les évolutions favorables de la balance des paiements en 1994 :

- la stabilisation à un haut niveau de l'excédent des transactions courantes (54,4 milliards de francs, après 52,4 milliards de francs en 1993, montant révisé) résulte de la compensation entre l'accroissement des excédents au titre des échanges de biens et de services, d'une part et le creusement des déficits des revenus de facteurs et des transferts unilatéraux, d'autre part ;

- l'inversion des mouvements de capitaux se traduit par des entrées nettes de 65,4 milliards de francs (hors avoirs nets du secteur officiel), contre des sorties de 94,7 milliards de francs en 1993. Il faut souligner à nouveau le double retournement des opérations des non-résidents sur titres français, avec des cessions nettes de 169 milliards de francs, contre des acquisitions de 195 milliards en 1993, et des flux du secteur bancaire à court terme, avec des entrées nettes de 280 milliards de francs, compensant des sorties équivalentes en 1993 ;

- la reconstitution des avoirs officiels nets s'élève à 70,8 milliards de francs.

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

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE***(en données brutes – en millions de francs)*

	Année 1992 (a)	Août 1994 (b)	Septembre 1994 (b)	Octobre 1994 (c*)	Novembre 1994 (c*)	Décembre 1994 (c)	Année 1994 (c)	Année 1993 (a)
<i>Transactions courantes .....</i>	20 481	-1 536	7 443	4 965	-4 176	17 387	54 402	52 383
<i>Transferts en capital .....</i>	2 123	-50	-281	-947	-8	-21 836	-25 537	-447
<i>Mouvements de capitaux à long terme ...</i>	117 900	-6 270	-30 413	-14 163	-27 719	29 366	-242 964	-23 676
<i>Mouvements de capitaux à court terme ..</i>	-151 543	-20 774	34 498	27 982	15 226	-3 796	237 582	-43 212
– du secteur privé non bancaire .....	-21 165	-5 554	1 076	-4 681	8 150	15 266	27 936	211 146
– du secteur bancaire .....	-240 275	-17 658	27 521	28 197	4 516	-15 945	280 398	-282 159
– du secteur officiel .....	109 897	2 438	5 901	4 466	2 560	-3 117	-70 752	27 801
<i>Ajustement .....</i>	11 039	28 630	-11 247	-17 837	16 677	-21 121	-23 483	14 952
<i>Pour mémoire :</i> <b>MOUVEMENTS DE CAPITAUX</b> <i>(hors secteur officiel) .....</i>	<b>-143 540</b>	<b>-29 482</b>	<b>-1 816</b>	<b>9 353</b>	<b>-15 053</b>	<b>28 687</b>	<b>65 370</b>	<b>-94 689</b>
(a) Chiffres définitifs (les années 1992 et 1993 ont été révisées) (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires    (c*) Chiffres provisoires révisés								
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 mars 1995								

**4.2.1. Les transactions courantes**

En 1994 (*données brutes*), l'excédent des transactions courantes progresse de 2 milliards de francs (+ 54,4 milliards de francs, au lieu de + 52,4 milliards). Cet accroissement résulte d'évolutions contrastées : la hausse des excédents procurés par les postes *marchandises* et *services* se trouve partiellement compensée par l'alourdissement des déficits enregistrés au titre des *revenus de facteurs* et des *transferts unilatéraux*.

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b> <b>Soldes des transactions courantes</b> <i>(en données brutes – en millions de francs)</i>				
	Novembre 1994 (c*)	Décembre 1994 (c)	Année 1994 (c)	Année 1993 (a)
<b>TRANSACTIONS COURANTES.....</b>	<b>-4 176</b>	<b>17 387</b>	<b>54 402</b>	<b>52 383</b>
<i>Marchandises.....</i>	3 276	9 357	54 867	49 243
– Exportations et importations .....	2 773	9 059	46 831	38 450
– Négoce international .....	503	298	8 036	10 793
<i>Services .....</i>	2 464	7 386	73 089	59 295
– Transports .....	-438	-423	-5 917	-6 983
– Services techniques .....	920	2 947	22 125	21 032
– Voyages .....	3 239	5 105	60 414	60 742
– Autres services .....	-1 257	-243	-3 533	-15 496
<i>Revenus de facteurs.....</i>	-7 499	3 673	-57 869	-51 814
<i>Autres biens et services.....</i>	2 423	2 601	29 051	30 264
<i>Transferts unilatéraux.....</i>	-4 840	-5 630	-44 736	-34 605
dont :				
– Transferts du secteur officiel.....	-4 791	-5 231	-40 189	-30 708
<i>(en données cvs – en millions de francs)</i>				
	Novembre 1994 (c*)	Décembre 1994 (c)	Année 1994 (c)	Année 1993 (a)
<b>TRANSACTIONS COURANTES.....</b>	<b>-1 693</b>	<b>12 929</b>	<b>52 100</b>	<b>52 103</b>
<i>Exportations et importations .....</i>	4 151	8 483	47 562	39 020
<i>Services .....</i>	3 191	5 572	72 329	59 040
– Transports .....	-418	-469	-5 979	-7 141
– Voyages .....	5 232	5 369	61 758	59 956
<i>Revenus de facteurs.....</i>	-7 730	-2 665	-58 497	-51 915
<i>Autres biens et services.....</i>	2 358	2 372	29 061	30 311
(a) Chiffres définitifs (les années 1992 et 1993 ont été révisées) (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires (c*) Chiffres provisoires révisés				
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 mars 1995

### Les principales évolutions du commerce extérieur douanier Vue d'ensemble

Décembre 1994, en données FAB-FAB cvs

Comme en 1993, l'année 1994 s'achève avec un commerce extérieur de décembre très excédentaire : 12,7 milliards de francs, contre 13,3 milliards en décembre 1993. Par rapport au mois de novembre (excédent de 6,8 milliards de francs), la progression du résultat provient pour l'essentiel d'une consolidation de l'excédent industriel et d'une réduction de la facture énergétique nette. En termes de ventilation géographique, l'évolution des échanges d'un mois à l'autre s'est traduite par un net progrès de l'excédent avec les pays de l'Union européenne.

*Année 1994, en données FAB-FAB*

Dans un contexte profondément modifié d'une année à l'autre, avec le retour généralisé de la croissance et l'atténuation des décalages conjoncturels, l'excédent de 1994 (87,8 milliards de francs) reste aussi élevé que celui de 1993 (88,1 milliards). La croissance annuelle des échanges apparaît particulièrement soutenue : + 10,1 % pour les importations et + 9,3 % pour les exportations.

Le résultat de 1994 est d'autant plus notable que l'excédent agro-alimentaire s'est fortement contracté, en raison, pour partie, d'une dégradation des termes de l'échange. Un autre poste structurellement excédentaire, le matériel militaire, fléchit nettement, le solde ayant pratiquement diminué de moitié en deux ans. En revanche, l'industrie civile et, dans une moindre mesure, les échanges de produits énergétiques ont marqué quelques progrès.

Sur le plan géographique, et par zones, les soldes ont peu varié, si ce n'est hors OCDE avec notamment un très net allègement du déficit envers les pays d'Asie à économies en développement rapide. Néanmoins, le quasi-maintien de l'excédent avec l'Union européenne doit beaucoup aux progrès des échanges avec le Royaume-Uni.

#### **Le commerce extérieur en décembre 1994**

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

D'un mois à l'autre, les exportations ont connu une assez vive progression (+ 5,3 %), sous l'impulsion des ventes de produits industriels, alors que les importations ont stagné.

Le redressement de l'excédent *agro-alimentaire* se confirme : 4,5 milliards de francs, après 4,8 milliards en novembre, contre 3,8 milliards en moyenne sur les douze derniers mois.

Le déficit des échanges de *produits énergétiques* se réduit très sensiblement en décembre en raison d'une nette diminution des quantités de pétrole brut importées, accentuée par l'allègement des prix. Le déficit revient ainsi à 3,6 milliards de francs, après 5,5 milliards en novembre (le solde de novembre s'établissant au niveau moyen des douze derniers mois).

Le *solde industriel* fait un bond de plus de 4 milliards de francs d'un mois à l'autre (6,8 milliards de francs, contre 2,6 milliards en novembre). Si l'essentiel de la progression revient à l'industrie civile (5,1 milliards de francs, contre 2 milliards), les exportations de matériel militaire ont atteint un niveau exceptionnel de 2,1 milliards de francs, portant l'excédent à 1,8 milliard, contre 0,6 milliard en novembre.

Pour l'industrie civile, le solde des biens d'équipement professionnels double en un mois (+ 4,1 milliards de francs, contre + 2,2 milliards). Dans cette catégorie d'échanges, les ventes d'Airbus, en progression de 3,6 milliards de francs, ont nettement contribué au résultat. On notera aussi la bonne tenue des exportations de pièces détachées, véhicules et matériel utilitaire (+ 6,0 %) ainsi que de biens de consommation (+ 5,7 %). En revanche, les échanges d'automobiles ont chuté, de 9 % à l'importation et de 10 % à l'exportation, sans toutefois provoquer d'effet sensible sur l'évolution du solde de ce poste.

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

L'amélioration globale de l'excédent commercial se reflète dans les échanges avec les pays de l'*Union européenne*, le solde passant de + 3 milliards de francs en novembre à + 5,9 milliards en décembre (contre + 3,3 milliards en moyenne sur les six derniers mois). Toutefois, cette évolution résulte d'une légère contraction des importations alors que les exportations progressent de plus de 3 %. Ce contraste se trouve amplifié dans les échanges avec le Royaume-Uni, caractérisés notamment par une forte diminution des importations (9 %), l'excédent gagnant 1,3 milliard de francs d'un mois à l'autre. On notera également un niveau particulièrement élevé d'exportations vers le Portugal, lié à des ventes d'Airbus.

Pour la zone OCDE hors pays de l'Union européenne, le moindre déficit avec le *Japon* (0,8 milliard de francs, contre 2,1 milliards en novembre) s'explique par la bonne tenue des exportations et, en particulier, par les ventes d'Airbus. En revanche, le solde avec les *États-Unis* se creuse (– 2,3 milliards de francs, contre – 1,2 milliard en novembre).

**Les résultats de l'année 1994***Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs)*

L'excédent des échanges *agro-alimentaires* fléchit d'un peu plus de 11 milliards de francs d'une année à l'autre (45,2 milliards de francs, au lieu de 56,6 milliards). Cette évolution est imputable aux échanges de produits bruts (excédent en diminution de 14,3 milliards). Dans ce domaine, les termes de l'échange se sont dégradés, avec notamment une baisse des prix des céréales (en raison de l'application de la réforme de la PAC — Politique agricole commune —) et une hausse des cours mondiaux de certains produits exclusivement importés. Le poste *céréales* pèse assez lourdement dans cette évolution, compte tenu également d'une forte diminution des quantités exportées.

Les échanges de *produits des industries agro-alimentaires* sont restés, au contraire, soutenus (+ 9 % à l'exportation), le solde gagnant près de 3 milliards de francs d'une année à l'autre.

Après une très forte contraction en 1993, le déficit *énergétique* se réduit de nouveau : 79,5 milliards de francs en 1992, 68,8 milliards en 1993 et 65,5 milliards en 1994, sous l'effet d'une érosion de la consommation, d'une diminution des prix du pétrole brut importé, et de l'appréciation du franc vis-à-vis du dollar.

Le solde *industriel civil*, après une amélioration d'environ 50 milliards de francs de 1992 à 1993, se renforce d'un peu plus de 6 milliards en 1994 pour atteindre + 44,4 milliards de francs. Dans ce domaine, pratiquement seuls les échanges de biens intermédiaires ont joué négativement sur l'évolution en raison de la reprise des importations, qui s'est montrée, en définitive, plus vigoureuse pour les produits situés en amont du processus de production que pour les biens de consommation.

Une des plus fortes contributions à l'amélioration de l'excédent provient des *biens de consommation courante*, poste dont le déficit s'est pratiquement réduit de 20 milliards de francs en deux ans : 26,8 milliards de francs en 1992, 15,3 milliards en 1993 et 6,7 milliards en 1994 (avec une croissance de 9,1 % des exportations et de 4,6 % des importations). L'excédent des *biens d'équipement professionnels* s'est également nettement renforcé (38,4 milliards de francs, contre 33 milliards), sous l'effet d'une bonne performance des exportations.

S'agissant du poste *équipement automobile des ménages*, les importations n'ont pas retrouvé leur niveau de 1992, les mesures gouvernementales d'incitation à l'achat ayant en définitive plutôt bénéficié aux constructeurs français.

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

Si l'excédent avec l'*Union européenne* varie peu (30,7 milliards de francs, contre 32,2 milliards en 1993), les évolutions des résultats bilatéraux apparaissent contrastés.

En premier lieu, l'excédent avec le *Royaume-Uni* s'est nettement renforcé, passant de 18,8 milliards de francs à 27 milliards, sous l'effet d'une croissance de 15 % des exportations (au lieu de 10,9 % pour l'ensemble de l'Union européenne).

Sans doute en liaison avec la dépréciation des devises correspondantes, l'évolution défavorable pour la seconde année consécutive des échanges avec l'*Espagne* et l'*Italie* est due à une forte progression des importations (22,9 % pour l'Espagne et 11,1 % pour l'Italie, contre 11,6 % pour l'ensemble de l'Union).

Par ailleurs, le solde avec l'*Allemagne* est redevenu déficitaire (– 3,9 milliards de francs, contre + 1,8 milliard en 1993), sans toutefois retrouver des niveaux comparables à ceux des années antérieures (déficit de 20,4 milliards de francs en 1992).

*Graphiques non disponibles*

Le déficit avec les pays de l'*OCDE hors Union européenne* se creuse légèrement, après s'être réduit pratiquement de moitié de 1992 à 1993 : 34,4 milliards en 1994, 31,7 milliards en 1993, 0,3 milliard en 1992. Pour cette zone, le déficit avec les *États-Unis* s'accroît quelque peu mais reste très inférieur à celui de 1992, tandis qu'une nette progression des exportations vers le *Japon* a permis de porter à 53,8 % le taux de couverture avec ce pays, ramenant le déficit à 21,7 milliards de francs, contre 23,9 milliards en 1993.

*Hors OCDE*, les exportations vers les pays d'Asie à économies en développement rapide ont augmenté de 19,8 % en 1994, après 12,8 % en 1993. Ainsi, le déficit avec ces pays est revenu de 13,3 milliards de francs en 1992 à 8,9 milliards en 1993 et 2,2 milliards en 1994. L'excédent vis-à-vis du Moyen-Orient s'est également renforcé (7,4 milliards de francs, contre 4,1 milliards) ; en revanche, les échanges avec l'Afrique, les pays de l'Est et le reste du monde sont ensemble à l'origine d'un résultat en diminution de près de 8 milliards de francs par rapport à l'année précédente.

### **Les exportations et importations en balance des paiements <sup>1</sup>**

D'un mois à l'autre, l'excédent progresse fortement, *en données brutes* (9,1 milliards de francs, au lieu de 2,8 milliards), comme *en données cvs* (8,5 milliards de francs, au lieu de 4,2 milliards).

Sur douze mois, *en données brutes*, le cumul des soldes s'élève à + 46,8 milliards de francs, au lieu de + 38,5 milliards en 1993. L'excédent du commerce douanier s'étant stabilisé, cet accroissement provient de l'évolution des opérations sans transfert de propriété, et en particulier des échanges relatifs au travail à façon.

### **Le négoce international : un repli modéré de l'excédent, d'une année à l'autre (en données brutes)**

Le solde du négoce international s'inscrit en retrait par rapport à novembre (+ 0,3 milliard de francs, après + 0,5 milliard) comme par rapport à la moyenne calculée sur les onze premiers mois (+ 0,7 milliard de francs), à la suite notamment de forts approvisionnements de la part des compagnies pétrolières. L'excédent affiche également un repli modéré d'une année à l'autre (8 milliards de francs, au lieu de 10,8 milliards), qui a pour origine tant le négoce international *stricto sensu* que les opérations sur marchandises entrant dans le cadre d'une activité industrielle entre maisons mères et filiales.

### **Les services : une nouvelle progression de l'excédent**

*En données cvs*, après un mois de novembre sensiblement inférieur à la moyenne calculée sur les onze premiers mois (+ 3,2 milliards de francs, contre + 6,1 milliards), l'excédent des services se redresse en décembre (+ 5,6 milliards de francs), cette évolution se répartissant sur plusieurs lignes : *assurances*, *coopération technique* et *frais accessoires sur marchandises*.

Sur l'année, *en données brutes*, l'excédent des services s'accroît nettement (73,1 milliards de francs, contre 59,3 milliards). Les *services divers*, et plus particulièrement les commissions et frais bancaires, contribuent fortement à cette évolution (- 1,8 milliard de francs, au lieu de - 7,8 milliards). En outre, le solde des *assurances* se retourne (+ 2,9 milliards de francs, contre - 1,9 milliard). L'excédent de la ligne *voyages*, principale composante des services, se stabilise (60,4 milliards de francs, au lieu de 60,7 milliards), les recettes s'accroissant de presque 3 % et les dépenses de 5 %.

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



**Les revenus de facteurs :****un élargissement du déficit lié aux revenus du capital**

En données cvs, la contraction du déficit des revenus de facteurs d'un mois sur l'autre (2,7 milliards de francs, au lieu de 7,7 milliards) reflète l'évolution des *revenus du capital* (– 3,1 milliards de francs, au lieu de – 6,9 milliards). L'échéance de décembre des valeurs du Trésor détenues par les non-résidents portait sur des encours nettement inférieurs à ceux du mois de novembre.

Sur l'année, en données brutes, le déficit des *revenus du capital* s'accroît (53,3 milliards de francs, au lieu de 45,8 milliards). Parmi les évolutions majeures, on notera une réduction de l'excédent des revenus d'investissements directs, surtout en raison d'une baisse marquée des dividendes perçus par quelques investisseurs du secteur privé non bancaire. Les intérêts sur produits dérivés deviennent négatifs. Enfin, on observe que les importants mouvements sur titres (notamment publics) intervenus au cours des derniers mois exercent un impact limité sur l'ensemble des revenus du capital ; la diminution des versements nets de coupons arrivés à échéance est en effet plus que compensée par les règlements de coupons courus non échus lors des cessions sur le marché secondaire.

**Les autres biens et services**

Le solde de ce poste, qui résulte du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, s'établit à + 2,6 milliards de francs en décembre, au lieu de + 2,4 milliards en novembre. Le total sur l'ensemble de l'année atteint + 29 milliards de francs.

**Les transferts unilatéraux :****un gonflement des transferts nets vis-à-vis de l'Union européenne**

Le déficit des transferts unilatéraux varie assez peu d'un mois sur l'autre (5,6 milliards de francs, après 4,8 milliards). Sur l'année, on observe un gonflement des transferts nets du secteur officiel (– 40,2 milliards de francs, au lieu de – 30,7 milliards en 1993), du fait de l'augmentation de la contribution française aux institutions financières de l'Union européenne. On notera que l'impact des fortes recettes perçues en janvier 1994 au titre du FEOGA <sup>1</sup> n'est plus sensible sur douze mois, les recettes en provenance de ce Fonds ayant ensuite été nettement inférieures à celles de la période correspondante de 1993.

**4.2.2. Les transferts en capital**

Les transferts en capital, qui recensent principalement les abandons de créances, se montent en 1994 à 25,5 milliards de francs, pour l'essentiel au titre des mesures annoncées à Dakar en faveur des pays de la zone CFA.

**4.2.3. Les mouvements de capitaux <sup>2</sup>**

Au cours du mois de décembre 1994, les mouvements de capitaux à court et à long terme, hors avoirs nets du secteur officiel, ont enregistré des entrées nettes de 28,7 milliards de francs, tandis que les avoirs nets du secteur officiel se sont inscrits en hausse de 3,1 milliards de francs.

Au total, sur l'ensemble de l'année 1994, les mouvements de capitaux, hors avoirs nets du secteur officiel, se sont soldés par des entrées de 65,4 milliards de francs, au lieu de sorties de 94,7 milliards en 1993. Les avoirs nets du secteur officiel ont, pour leur part, progressé de 70,8 milliards de francs.

<sup>1</sup> Remboursement des primes à la jachère, dont l'avance avait été opérée en 1993 par le gouvernement français dans le cadre de la réforme de la PAC.

<sup>2</sup> Cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »

### **Les capitaux à long terme**

En décembre 1994, le solde des mouvements de capitaux à long terme a dégagé des entrées de 29,4 milliards de francs dues essentiellement aux prêts du secteur officiel, et dans une moindre mesure, aux investissements directs. L'année se solde cependant par des sorties de 243 milliards de francs, nettement plus élevées que celles de l'année précédente (23,7 milliards de francs).

Les opérations de *prêts à long terme* ont donné lieu à des entrées exceptionnelles de 24,3 milliards de francs, contre des sorties nettes de 0,8 milliard au mois de novembre. Cette évolution trouve son origine dans les prêts du secteur officiel, positifs de 19 milliards de francs, en raison de la remise de dettes (dite « Dakar II ») accordée aux pays de la Zone franc après la dévaluation du franc CFA. Cette opération se traduit, en balance des paiements par une inscription en dépenses dans les transferts en capital, contrebalancée par un remboursement à la rubrique des prêts du secteur officiel.

Les *opérations sur titres* se sont traduites par des entrées nettes (0,9 milliard de francs), pour la première fois depuis novembre 1993.

Le retournement constaté trouve son origine dans les opérations des résidents sur titres étrangers, qui se traduisent par des entrées de 15,5 milliards de francs, supérieures aux sorties provoquées par les ventes nettes de valeurs françaises par les non-résidents.

Au cours du mois de décembre 1994, les résidents ont procédé à des cessions nettes de valeurs étrangères à hauteur de 15,5 milliards de francs (essentiellement des bons du Trésor et des obligations). Dans le même temps, les non-résidents ont été, à nouveau, vendeurs nets d'obligations françaises (4 milliards de francs), de valeurs du Trésor (OAT : 3,9 milliards, BTAN : 4,1 milliards), et d'actions (0,9 milliard).

Sur l'ensemble de l'année 1994, les opérations sur titres ont provoqué des sorties de 294,5 milliards de francs, contre des entrées de 16,9 milliards en 1993.

Le solde des *investissements directs* est redevenu positif en décembre (6,1 milliards de francs, contre – 1,8 milliard en novembre) en raison de la progression des investissements étrangers en France (9,5 milliards de francs, au lieu de 3,5 milliards) et de la diminution des investissements nets français à l'étranger (3,4 milliards de francs, contre 5,3 milliards). Ces derniers sont marqués par un fort courant de nouvelles opérations mais aussi par d'importants désinvestissements. L'année 1994 qui enregistre une nouvelle contraction des flux, est au total proche de l'équilibre (– 1,2 milliard de francs).

### **Les capitaux à court terme**

Les mouvements de capitaux à court terme (avoirs nets du secteur officiel inclus) se sont soldés par des sorties nettes de 3,8 milliards de francs au mois de décembre et par des entrées nettes de 237,6 milliards de francs pour l'ensemble de l'année.

Les flux du *secteur privé non bancaire* ont dégagé des entrées nettes de 15,3 milliards de francs en décembre, et de 27,9 milliards de francs sur l'année. Les rapatriements, en 1994, de l'épargne délocalisée par les entreprises et surtout par les OPCVM se sont poursuivis (39,4 milliards de francs) mais à un rythme moindre qu'en 1993 (168,1 milliards).

En décembre, les opérations du *secteur bancaire* sont à l'origine de sorties nettes de 15,9 milliards de francs, malgré des entrées nettes de 19,8 milliards au titre des opérations en francs des non-résidents.

Au cours de l'année 1994, des entrées de 280,4 milliards de francs ont été enregistrées au titre des opérations du *secteur bancaire*. Cette évolution, liée notamment au dénouement des couvertures constituées antérieurement sur les titres cédés par les non-résidents, se caractérise par des remboursements d'emprunts de francs à hauteur de 202,9 milliards ainsi que par une réduction de 262,2 milliards de leur position vendeuse nette de francs à terme.

Avec une progression de 3,1 milliards de francs en décembre, l'augmentation des avoirs nets à court terme du *secteur officiel* atteint 70,8 milliards pour l'ensemble de l'année 1994.

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

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

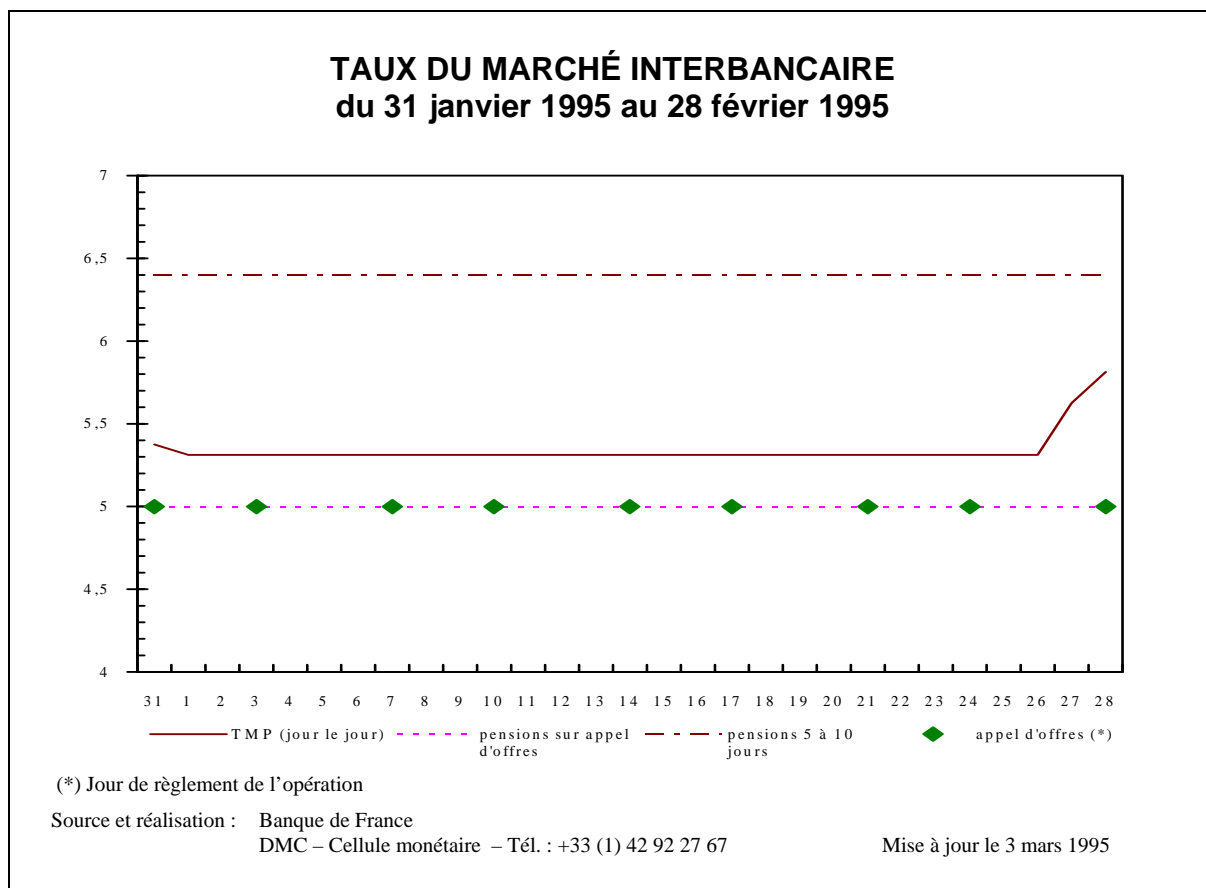
Les compartiments de court et long terme des marchés de capitaux ont évolué de manière divergente.

Les taux courts, orientés à la baisse durant les dix premiers jours, se sont ensuite tendus progressivement sous l'effet du redressement du deutschemark par rapport aux autres monnaies européennes, résultant de l'affaiblissement du dollar. Le mouvement s'est amplifié les deux derniers jours du mois dans le sillage de l'accroissement du taux au jour le jour.

Les taux longs ont baissé au cours de la première semaine, en liaison notamment avec l'évolution du marché obligataire américain, qui s'est raffermi sous l'effet d'indicateurs reflétant le ralentissement progressif de la croissance outre-Atlantique. Ils ont évolué sans tendance affirmée, alternant des phases de détente avec des périodes de tensions, en partie liées aux inquiétudes suscitées par la négociation salariale dans la métallurgie allemande.

L'écart entre les emprunts à 10 ans français et allemand est demeuré à peu près stable au cours du mois aux environs de 60 points de base. Le taux des emprunts d'État de 7 à 10 ans (gisement du Matif) a cédé 9 centimes entre le 31 janvier et le 28 février, passant de 8,05 % à 7,94 %.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré stable, à 5 5/16 %, durant la plus grande partie du mois. Puis il s'est tendu au cours des deux derniers jours jusqu'à 5 13/16 %.

Le volume des concours de la Banque de France a diminué, passant de 122,6 milliards de francs le 31 janvier à 108,8 milliards le 28 février.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 janvier-15 février ont atteint 20 milliards de francs (dont 13,1 milliards d'encaisses en billets), pour une moyenne requise de 19,1 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Janvier 1995	Février 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-244,9	-241,4	3,6
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,9	-6,3	1,7
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	120,2	121,6	1,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	-28,2	4,8	33,0
DIVERS .....	6,1	8,3	2,2
<b>TOTAL .....</b>	<b>-154,8</b>	<b>-112,9</b>	<b>41,9</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	121,1	88,6	-32,5
– Autres pensions .....	7,7	3,2	-4,5
– Bons du Trésor achetés ferme .....	29,6	25,7	-3,9
– Opérations d'escompte net .....	0,5	0,5	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-4,1	-5,0	-0,9
<b>TOTAL .....</b>	<b>154,8</b>	<b>112,9</b>	<b>-41,9</b>

(a) Les facteurs précédés du signe négatif 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.

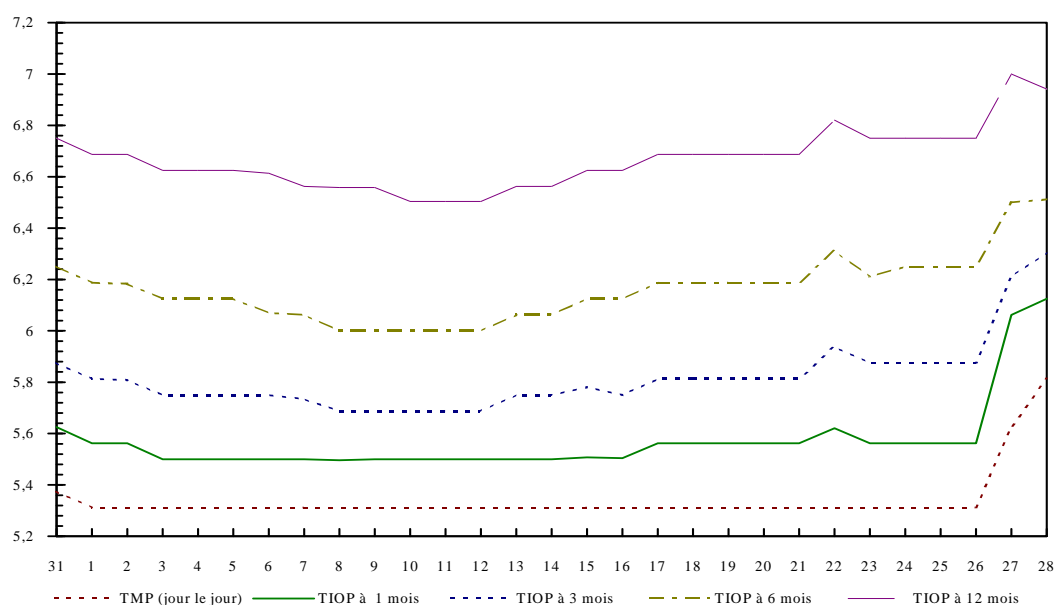
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour 3 mars 1995

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

#### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 janvier 1995 au 28 février 1995



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 mars 1995

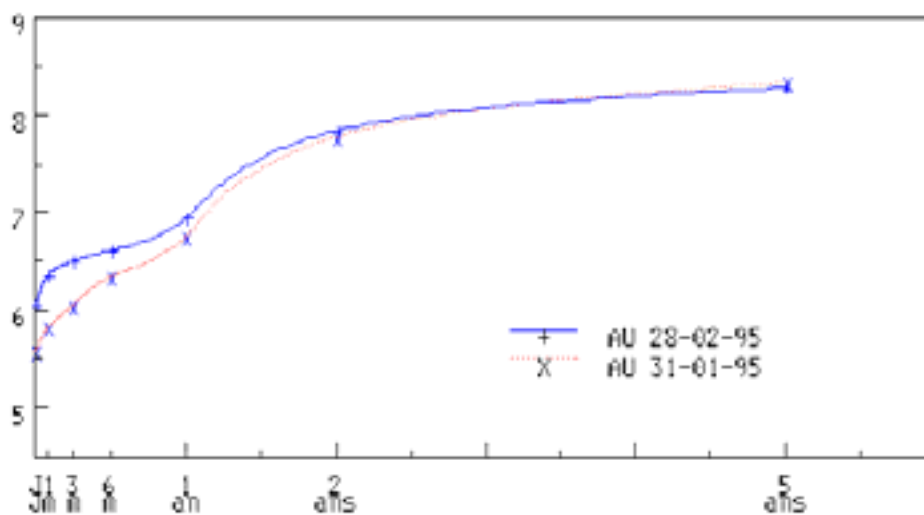
Les taux de terme interbancaires ont enregistré une évolution contrastée. Après une brève détente initiale, la réapparition des tensions sur les marchés de change liées à la baisse du dollar a entraîné une hausse des rendements à court terme, dont l'ampleur s'est accentuée lors des derniers jours du mois dans le sillage de la remontée du taux au jour le jour. Cette évolution a été particulièrement nette sur les durées les plus courtes. Elle a entraîné un certain élargissement de l'écart avec les taux allemands, demeurés stables sur la période.

#### ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 janvier 1995	28 février 1995	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,6250	6,1250	0,5000
TIOP à 3 mois.....	5,8750	6,3047	0,4297
TIOP à 6 mois.....	6,2500	6,5117	0,2617
TIOP à 1 an.....	6,7500	6,9414	0,1914
Taux à 2 ans.....	7,7800	7,8400	0,0600
Taux à 5 ans.....	8,3300	8,2800	-0,0500

D'une fin de mois à l'autre, la courbe des rendements sur le marché interbancaire s'est aplatie, la hausse des taux à court terme ne s'étant pas propagée au-delà de l'échéance d'un an.

### STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



Source et réalisation : Banque de France

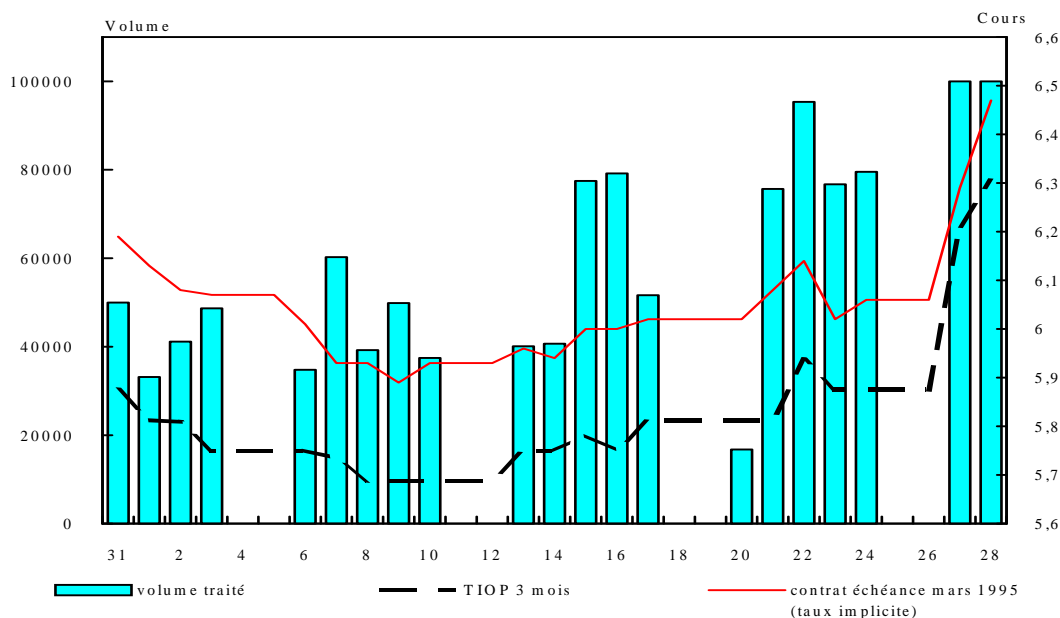
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 17 mars 1995

Sur le Matif, les taux implicites du contrat Pibor se sont également tendus de manière moins accentuée toutefois que sur le marché au comptant : d'une fin de mois à l'autre, le contrat Pibor perd 28 points de base sur l'échéance mars et 5 points de base sur l'échéance septembre. Les volumes échangés ont crû fortement en fin de mois, en liaison avec la hausse des taux sur le marché interbancaire.



**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS  
du 31 janvier 1995 au 28 février 1995**



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

Mise à jour le 3 mars 1995

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois de février, le Trésor a procédé à l'adjudication de 101,3 milliards de bons à taux fixe en francs (19,7 milliards de BTAN et 81,6 milliards de BTF).

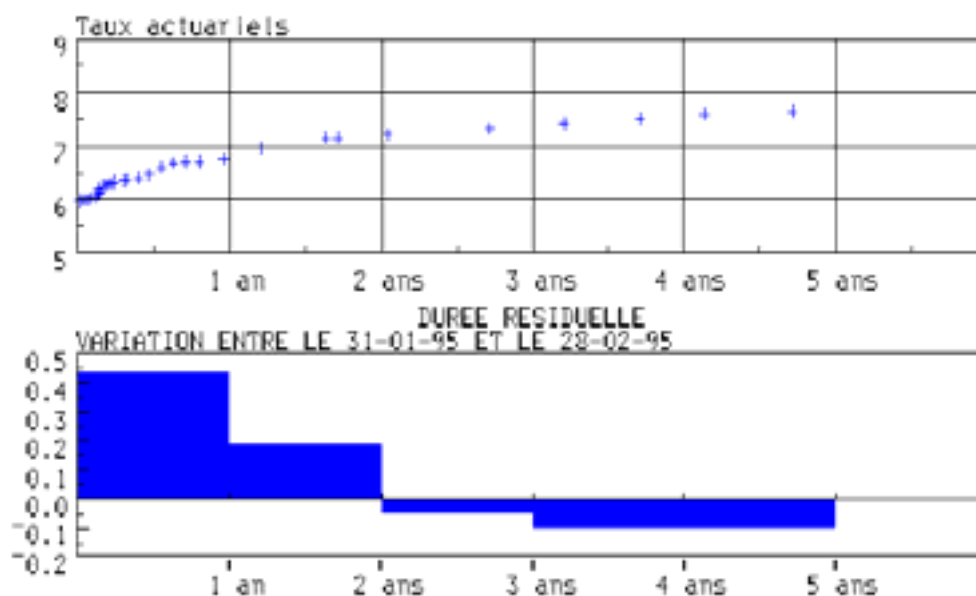
L'encours total de bons en circulation passe de 921,2 milliards de francs le 31 janvier à 945,6 milliards de francs le 28 février, auxquels, il faut ajouter 4,4 milliards de bons en écus — montant inchangé par rapport au niveau atteint à fin janvier.



**Marché secondaire**

Le marché des bons du Trésor a connu une évolution en deux phases : les taux des bons du Trésor se sont détendus au cours de la première quinzaine dans un marché très peu actif et se sont sensiblement dégradés par la suite sur la partie de la courbe de zéro à deux ans.

**BONS DU TRÉSOR**  
**Taux de référence Banque de France**  
**au 28 février 1995**



Source et réalisation : Banque de France

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

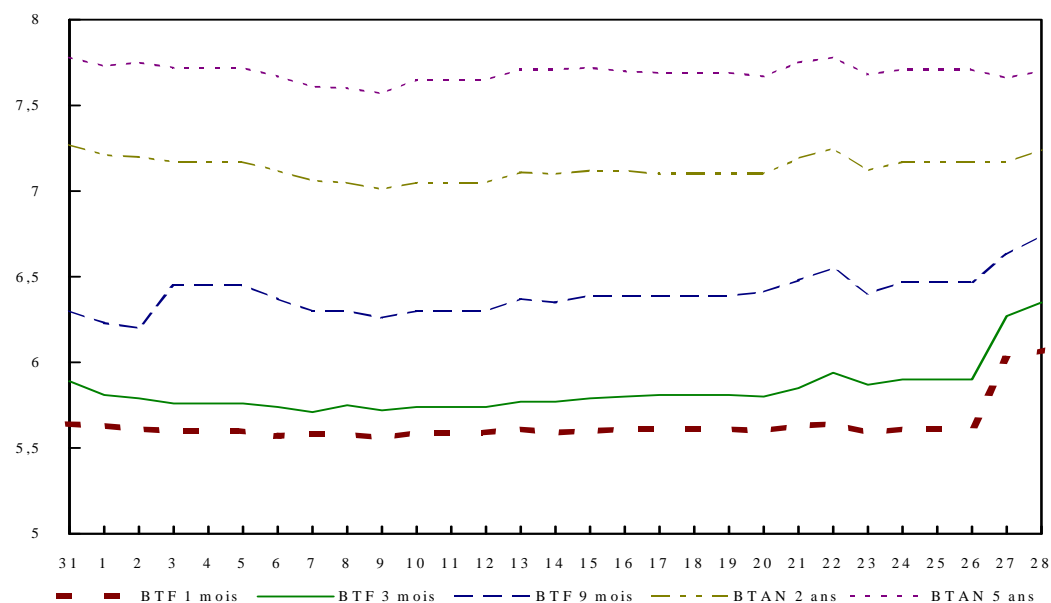
Mise à jour le 17 mars 1995

La montée des taux des bons du Trésor, qui a été surtout acquise en fin de période, est due notamment à l'apparition de tensions sur les taux interbancaires à court terme, qui ont réduit l'attrait des stratégies de portage initiées sur cette catégorie de titres.

Il en est résulté un aplatissement sensible de la courbe des bons du Trésor, la demande se reportant notamment chez les investisseurs institutionnels, sur des titres de maturités plus longues, aux rendements plus élevés.

Ainsi, les taux des BTF et des premières échéances des BTAN se sont tendus d'une trentaine de centimes en moyenne, dans un marché peu liquide. Les taux des BTAN autour de deux ans sont restés quasiment stables et ceux des BTAN d'échéance supérieure se sont détendus d'une dizaine de centimes, la hausse des cours des échéances les plus éloignées du contrat Pibor et l'amélioration du marché obligataire contribuant au soutien des prix.

### TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 janvier 1995 au 28 février 1995



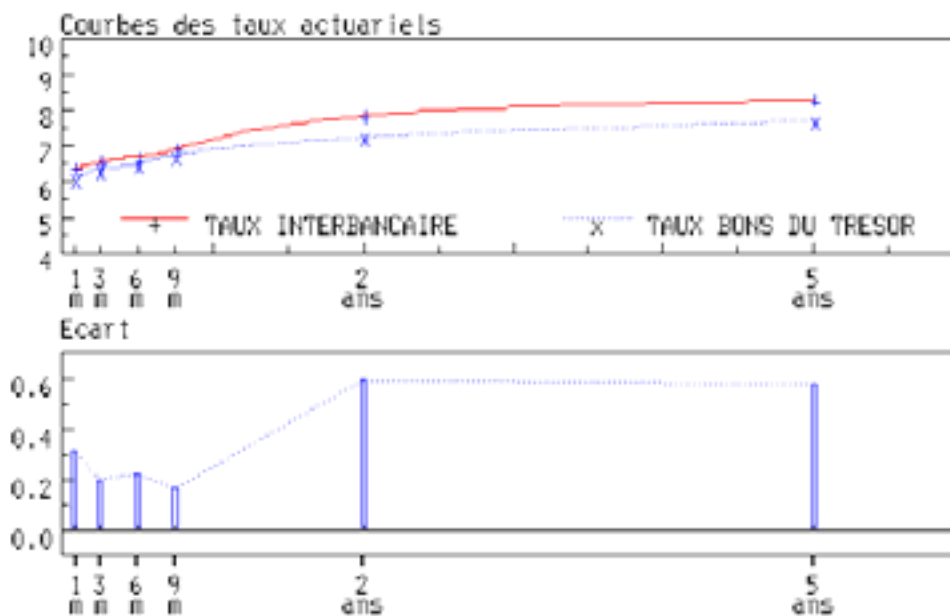
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 mars 1995

Les écarts de rendements entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire n'ont guère varié. Seul l'écart sur le compartiment 2 ans-5 ans s'est élargi d'une dizaine de points de base, traduisant la demande plus marquée sur les papiers longs.

### COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE au 28 février 1995



Source et réalisation : Banque de France

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

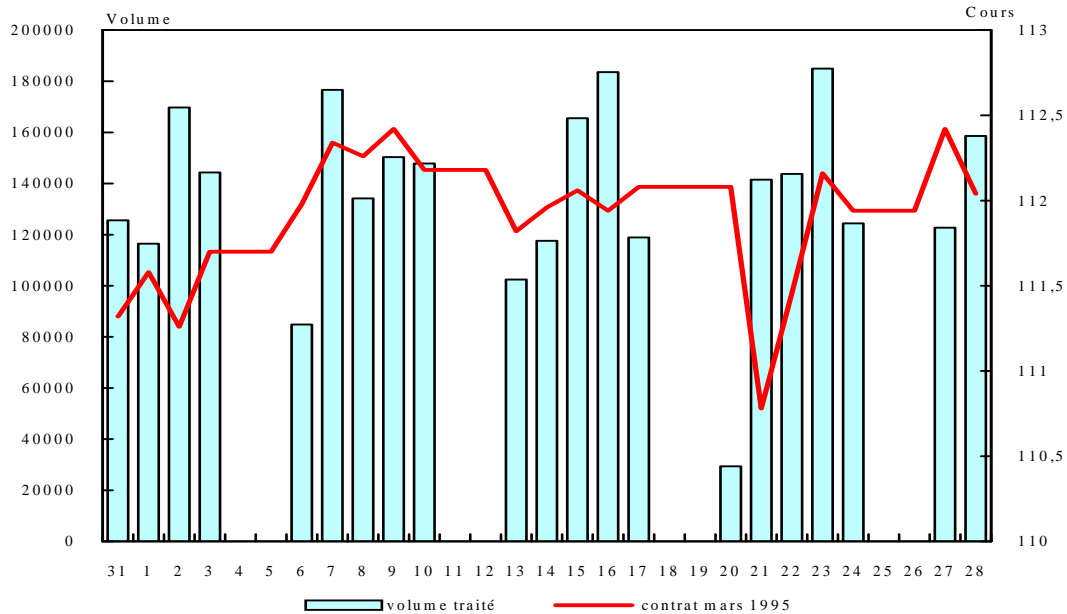
Mise à jour le 17 mars 1995

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

Sur l'ensemble du mois de février, le marché obligataire français et le Matif notionnel se sont légèrement améliorés, l'effet d'entraînement positif exercé par la progression du marché américain étant limité par le développement des turbulences sur les marchés de change, et la montée des interrogations sur l'évolution des politiques monétaires européennes.

Sur la période, l'échéance mars du notionnel gagne 46 points de base, et l'échéance juin 58 points de base. Le rendement de l'emprunt phare se détend de 8 points de base pour s'établir à 8 %. L'écart de rendement entre les emprunts phares français et allemand n'a pas subi d'évolution significative, fluctuant entre 60 et 65 points de base. Aucune modification significative de la structure de la courbe des rendements n'est intervenue au cours de la période sous revue. Tout au plus observe-t-on un léger aplatissement.

### ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 janvier 1995 au 28 février 1995



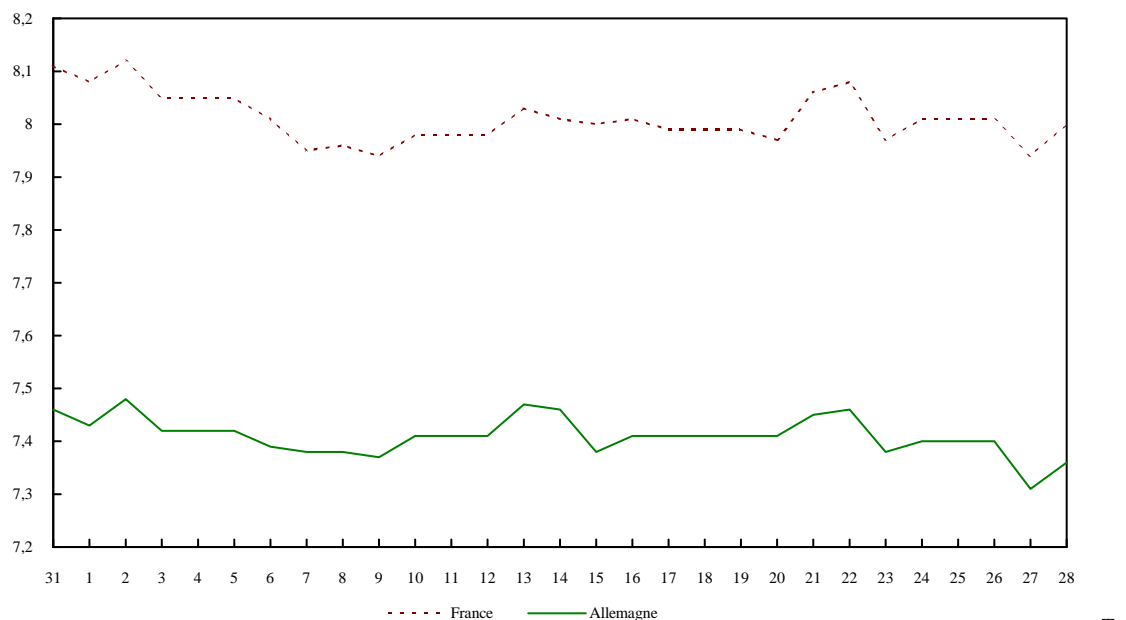
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 3 mars 1995

Cependant, cette évolution d'ensemble n'a pas été acquise de manière linéaire. Des premiers jours du mois au 10 février, les cours sur le marché obligataire français se sont orientés à la hausse dans le sillage des marchés obligataires américain et allemand, soutenus par le relèvement des taux directeurs du Système de réserve fédérale le 1<sup>er</sup> février, l'annonce d'un plan d'aide au Mexique et des indicateurs économiques jugés rassurants, en termes d'évolution des prévisions inflationnistes, aux États-Unis et en Allemagne.

Du 10 au 19 février, le marché français a évolué dans des marges étroites en l'absence de nouveaux indicateurs, avant de se replier brusquement du 19 au 21. Les derniers développements du débat pour l'élection présidentielle française, ainsi que la crainte d'un relèvement des taux directeurs allemands compte tenu des tensions sous-jacentes sur les prix et des difficultés dans les négociations salariales, notamment dans la métallurgie, ont pesé sur le marché obligataire qui a atteint son plus bas niveau du mois, revenant sur les rendements à 10 ans constatés à la fin du mois de janvier (8,09 %).

### ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 janvier 1995 au 28 février 1995



ux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 mars 1995

La dernière partie du mois a vu une stabilisation du marché. L'allocation de M. Greenspan devant le Congrès américain, le 21 février, en renforçant les anticipations qu'un palier était atteint dans le resserrement de la politique monétaire américaine, s'est accompagnée d'une amélioration sensible des marchés de taux américains, qui a exercé un impact positif sur le marché français.

Sur l'ensemble de la période sous revue, le volume d'activité sur le contrat notionnel a été assez fourni, la moyenne quotidienne des échanges s'établissait à 135 000 contrats. Sur le comptant, on peut observer que le marché a été soutenu par des achats d'investisseurs institutionnels disposant d'importantes liquidités en début d'année.

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

(arrêtée au 8 mars)

Les premiers jours du mois de mars ont été marqués par une aggravation des tensions sur les marchés de change. La poursuite de la baisse du dollar a entraîné de nouvelles pressions à la hausse du deutschemark vis-à-vis de la plupart des autres monnaies européennes, et une dévaluation de 7,0 % de la peseta et de 3,5 % de l'escudo a été décidée le 5 mars. Dans ce contexte, plusieurs banques centrales ont relevé leurs principaux taux d'intervention (Irlande, le 3 mars, Espagne et Portugal, le 6 mars, Danemark et Belgique, le 8 mars). Pour sa part, la Banque de France, qui avait déjà laissé s'élever le taux au jour le jour au niveau de 6 % dans les premiers jours du mois, a annoncé le 8 mars au matin la suspension du guichet des pensions à 5-10 jours au taux de 6,40 % et la mise en place d'un guichet de pensions à 24 heures au taux de 8 % (cf. communiqué ci-après).

Les taux de court terme interbancaires ont enregistré une forte tension d'ampleur décroissante selon les durées, entraînant une nette inversion de la courbe des rendements sur la partie 1 mois-1 an, cette courbe restant faiblement ascendante sur les durées plus longues.

En ce qui concerne le marché obligataire, les rendements se sont nettement tendus à partir du 3 mars devant l'affaiblissement du dollar et la tension observée sur les taux courts. L'indice des emprunts du gisement s'est établi à 8,18 % en clôture de la journée du 8 mars, contre 7,94 % à la fin du mois de février.

#### ***Communiqué de la Banque de France – Informations générales***

*– en date du 8 mars 1995*

« À l'issue d'une délibération du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France a décidé de suspendre ses opérations de 5 à 10 jours et de consentir des pensions à 24 heures. Le taux de ces pensions à 24 heures est fixé à 8 % jusqu'à nouvel ordre. »



## 5.2. Les émissions

Au cours du mois, l'encours global des titres de créances négociables a légèrement progressé. Alors que les bons des institutions et des sociétés financières se sont inscrits nettement en baisse et que les billets de trésorerie ont faiblement régressé, l'encours des bons à moyen terme négociables est resté assez stable et celui des certificats de dépôt s'est assez sensiblement redressé, gagnant plus de 22 milliards de francs.

Sur le marché primaire obligataire, le redressement de l'activité s'est confirmé au cours des trois premières semaines de février, avant d'être victime de la nouvelle crise intervenue sur les marchés de change en fin de mois.

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

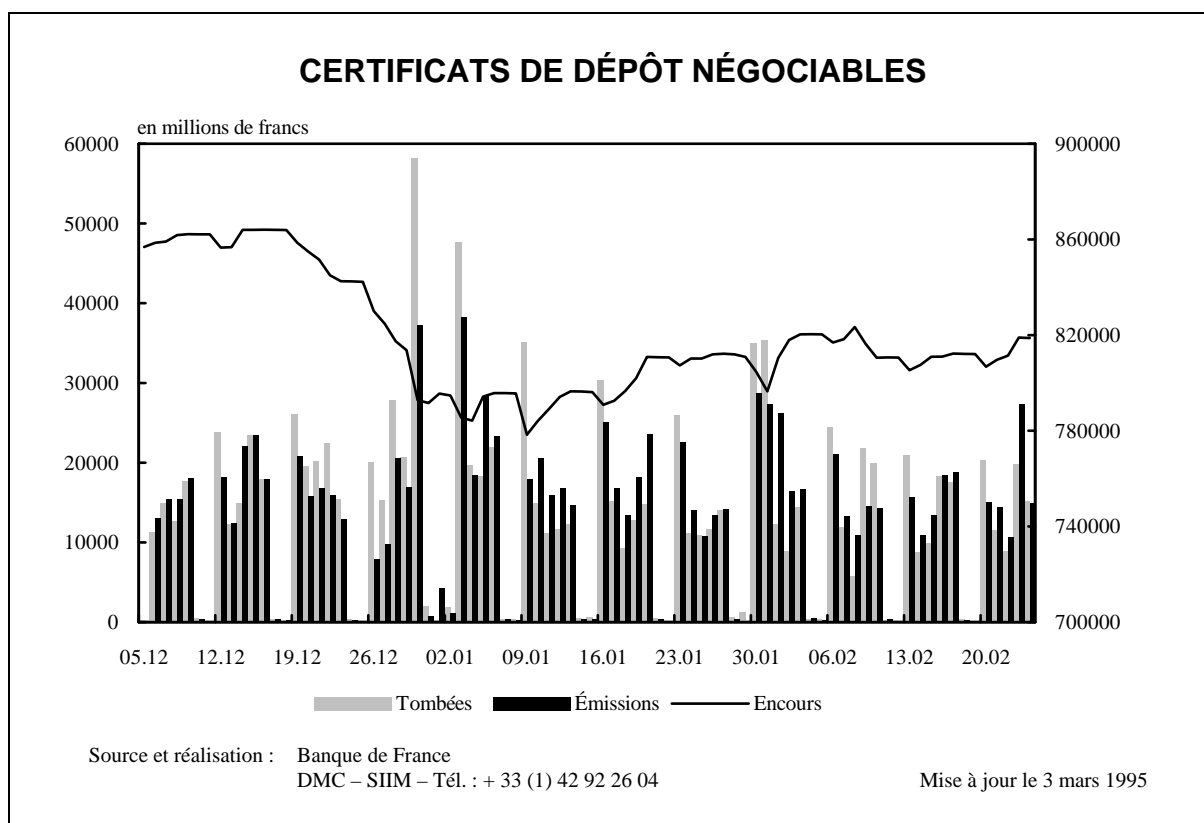
#### *Certificats de dépôt (CDN)*

L'encours des certificats de dépôt s'élevait, en données provisoires, à 818,8 milliards de francs le 24 février, contre 796,6 milliards le 31 janvier et 791,6 milliards le 31 décembre.

Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 24 février ont atteint 294 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 429,4 milliards en janvier et 397,9 milliards en décembre.

Les émetteurs dont l'encours a le plus fortement progressé entre fin janvier et le 24 février ont été les suivants : la Caisse des dépôts et consignations (+ 9,4 milliards de francs), la banque Paribas (+ 8,2 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 3,3 milliards), la Banque française du commerce extérieur (+ 2,8 milliards), la BRED (+ 2,1 milliards), The Sanwa Bank Limited (+ 2,1 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (+ 1,9 milliard) et The Sumitomo Bank Limited (+ 1,8 milliard).

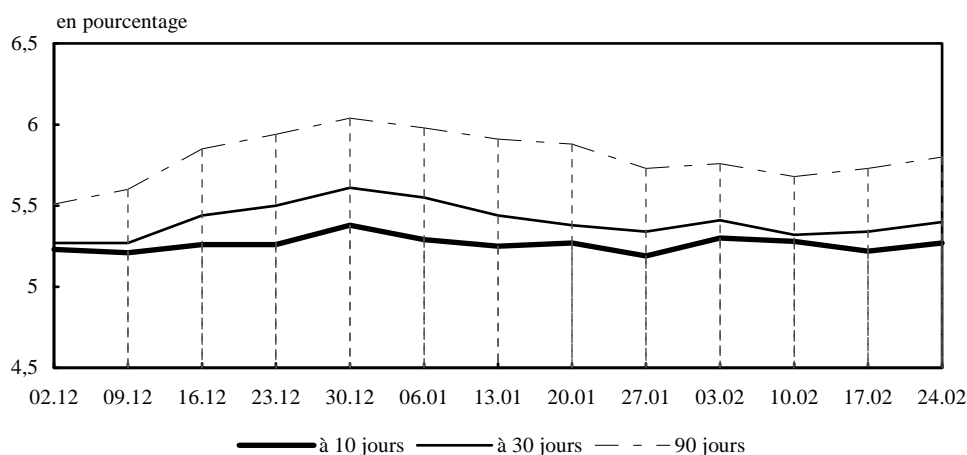
Pour la même période, les baisses d'encours les plus franches, supérieures à 1,5 milliard de francs, ont concerné la Société générale (– 5,7 milliards), The Mitsubishi Bank Limited (– 3,4 milliards), The Dai-ichi Kangyo Bank Limited (– 2,6 milliards), la Caisse nationale de crédit agricole (– 2 milliards) et la Banque générale Phénix Crédit chimique (– 1,6 milliard).



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 396 le 24 février 1995.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	30 janvier au 3 février	6 au 10 février	13 au 17 février	20 au 24 février
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	5,30	5,28	5,22	5,27
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	5,41	5,32	5,34	5,40
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	5,76	5,68	5,73	5,80
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	4,90	5,00	4,80	4,80
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	5,50	5,41	5,44	5,50

### 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

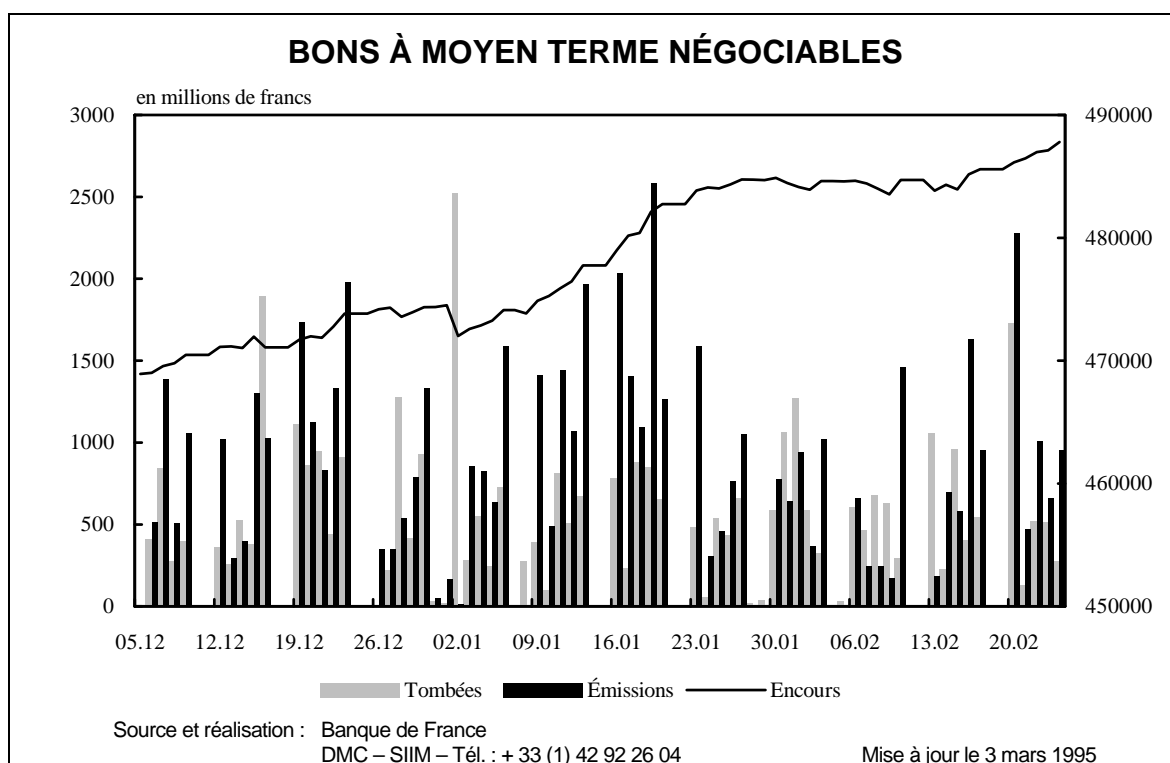
Mise à jour le 2 mars 1995

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

Les BMTN ont atteint un encours de 487,8 milliards de francs le 24 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 484,5 milliards le 31 janvier et 473,5 milliards le 31 décembre.

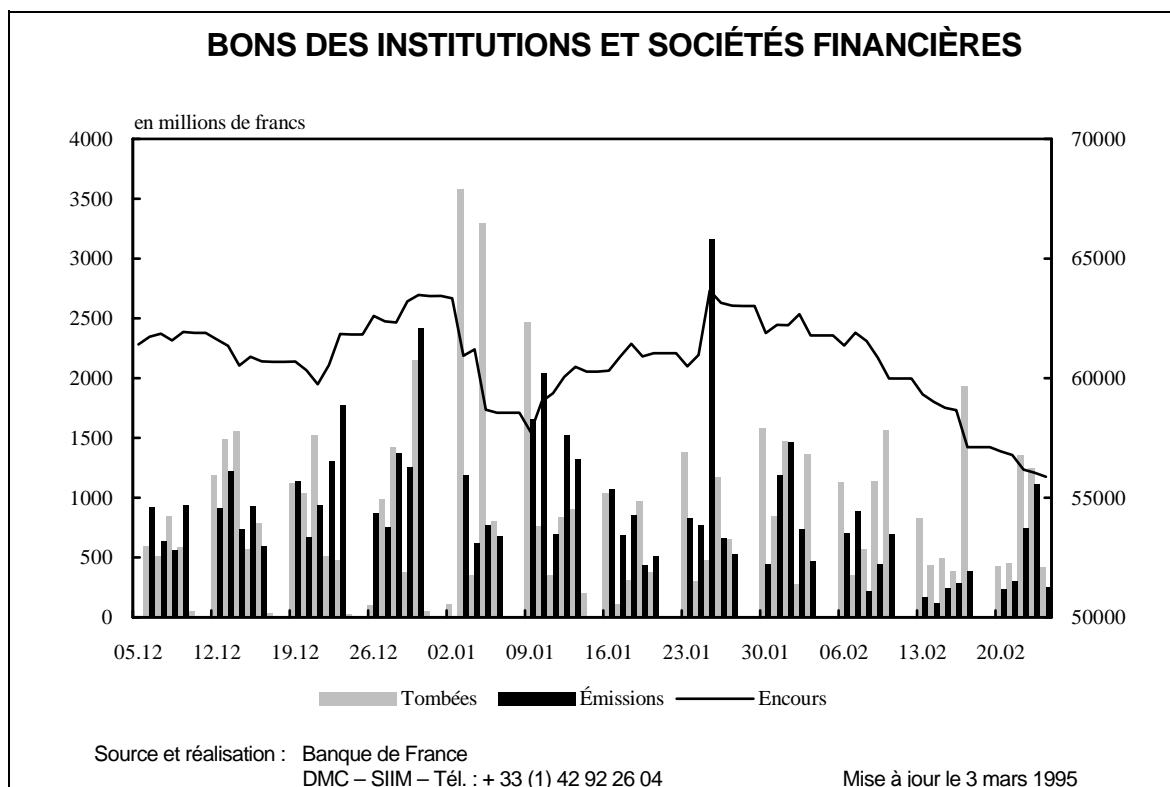
Les émissions se sont élevées à 19,2 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 24 février, contre 28,5 milliards en janvier et 24,7 milliards en décembre.

Enfin, 219 émetteurs avaient un encours en gestion au 24 février, contre 215 à fin janvier et 205 à fin décembre.



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

L'encours de ces bons se montait à 55,9 milliards de francs le 24 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 62,2 milliards le 31 janvier et 63,5 milliards le 31 décembre.



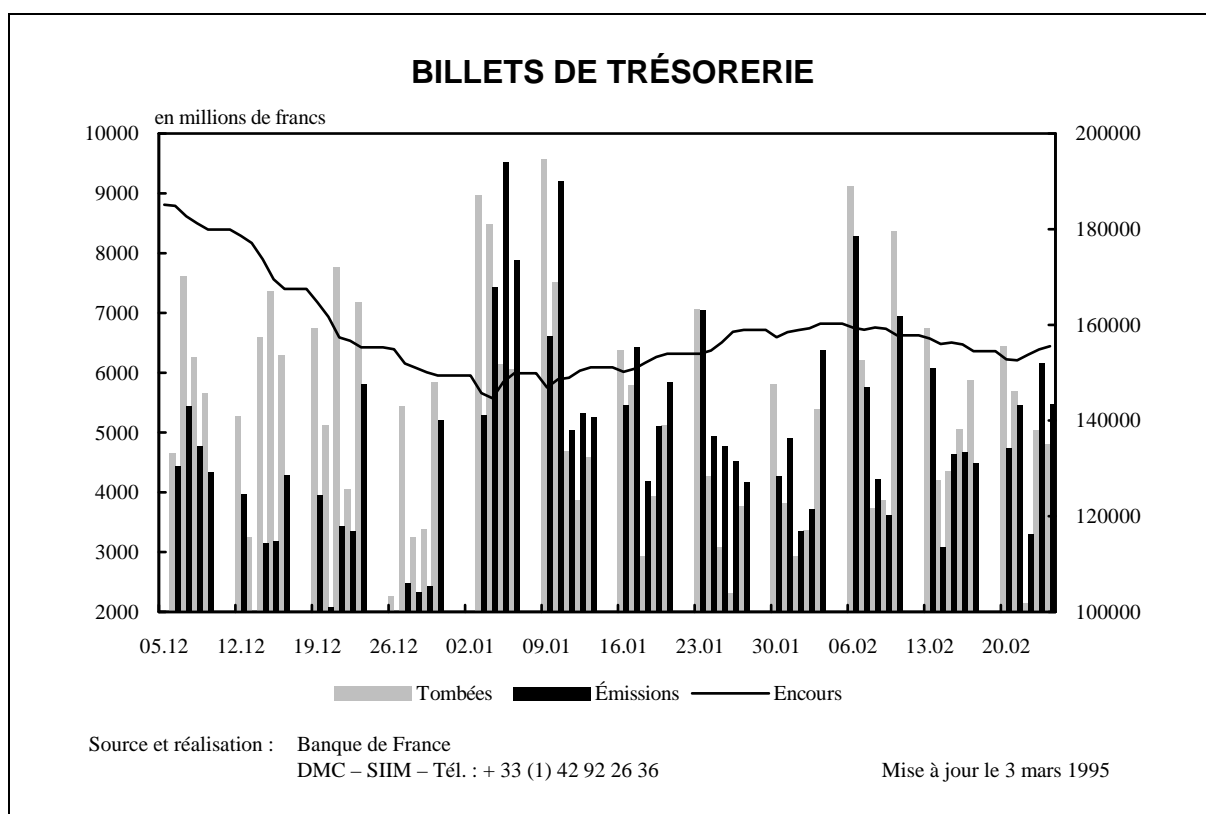
**Billets de trésorerie (BT)**

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 155,5 milliards de francs le 24 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 158,5 milliards le 31 janvier et 149,4 milliards le 31 décembre.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 24 février a atteint 90,3 milliards de francs, contre 123,2 milliards en janvier et 83,1 milliards en décembre (respectivement 93,3 milliards de francs, contre 114,1 milliards et 120,6 milliards pour les tombées).

Dans un contexte général de faible variation des encours, les hausses les plus conséquentes observées entre le 31 janvier et le 24 février ont été celles de Total CFP (+ 1,6 milliard de francs), Péchiney (+ 0,8 milliard), Danone finance (+ 0,7 milliard), Aérospatiale SNI (+ 0,6 milliard) et Compagnie UAP (+ 0,6 milliard).

À l'opposé, six émetteurs ont dans le même temps réduit leur encours de plus de 500 millions de francs : Électricité de France (– 3,4 milliards de francs), Eridania Béghin-Say (– 1,7 milliard), Morgan Stanley Group (– 1,5 milliard), la Société française Hoechst (– 0,8 milliard), Gaz de France (– 0,7 milliard), la Compagnie financière Victoire (– 0,7 milliard) et La Poste (– 0,5 milliard).

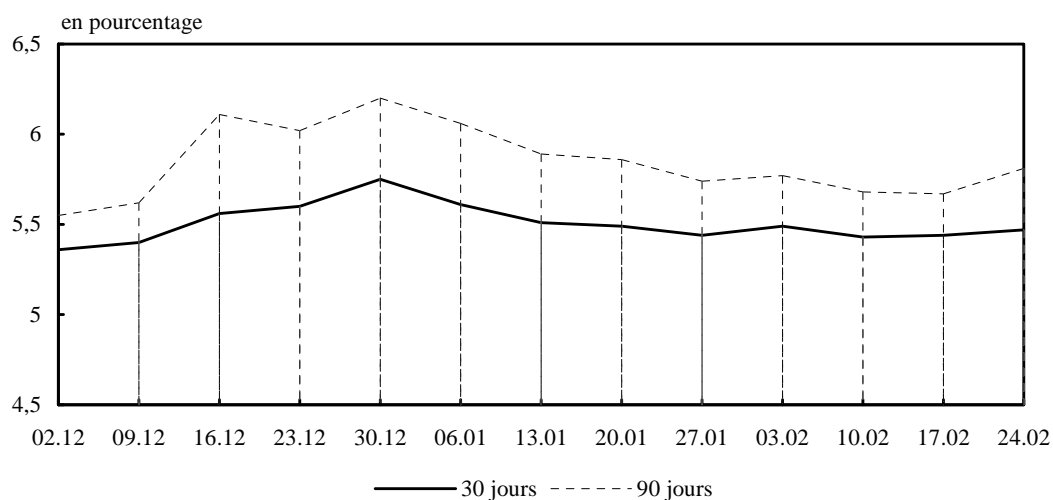


Le 24 février, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 100 ; 42 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 48,3 % de l'encours global.

**TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT***(en pourcentage)*

		30 janvier au 3 février	6 au 10 février	13 au 17 février	20 au 24 février
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,37	5,20	5,36	5,39
	Plus haut	5,64	5,55	5,56	5,63
Tiop à un mois	Plus bas	5,50	5,50	5,50	5,56
	Plus haut	5,62	5,50	5,56	5,62

Actualité

**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 2 mars 1995

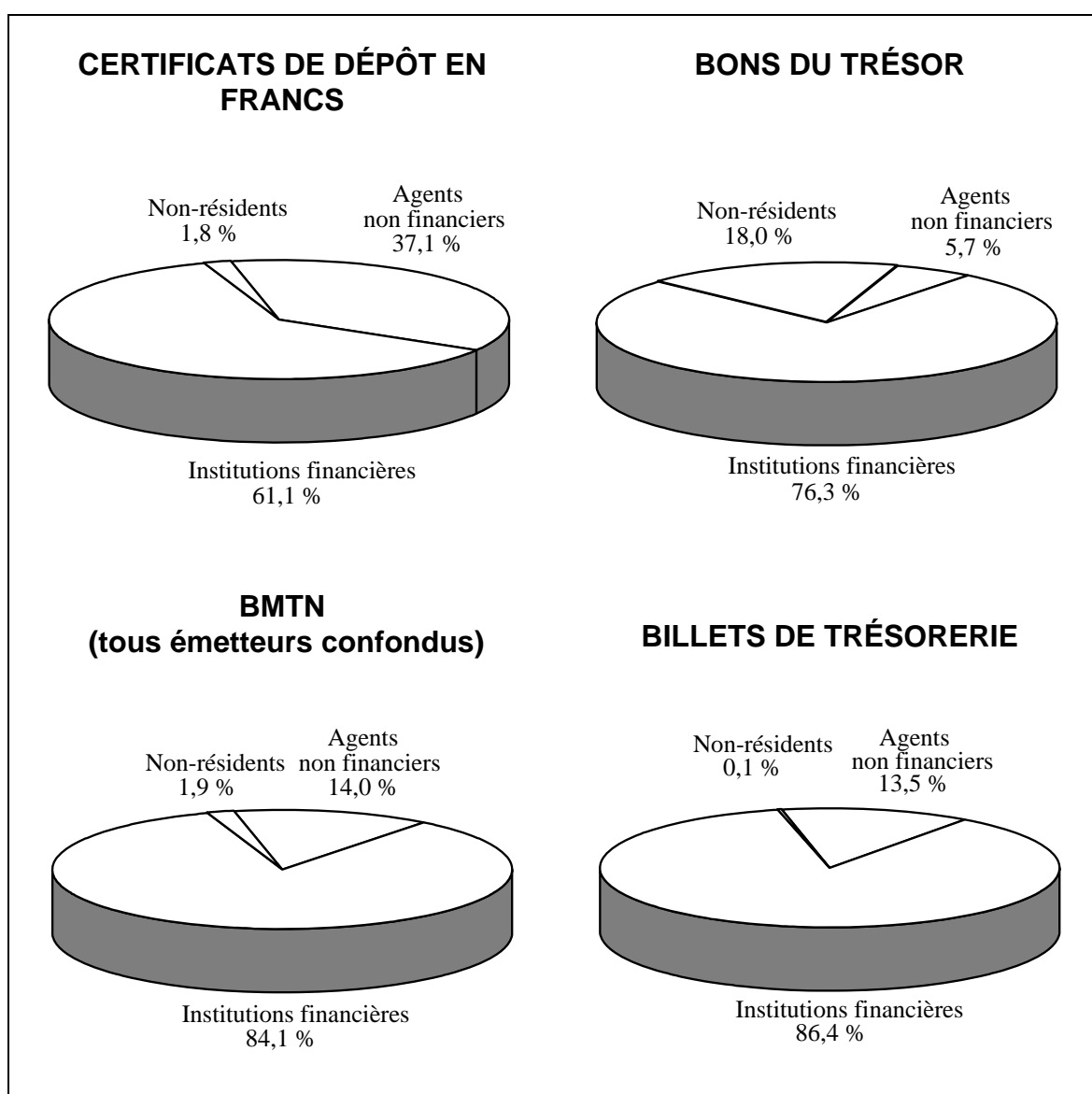
**Répartition par catégorie de détenteurs**

(statistiques à fin janvier 1995)

Les parts de détention des agents non financiers résidents se sont faiblement renforcées sur les BMTN (+ 0,4 point) et sur les bons du Trésor (+ 0,7 point), mais se sont amoindries sur les certificats de dépôt en francs (– 0,1 point) et sur les billets de trésorerie (– 2 points).

La part de détention des non-résidents en bons du Trésor s'est réduite de 1,4 point.

Les institutions financières ont renforcé leur présence sur les certificats de dépôt en francs (+ 0,1 point), les bons du Trésor (+ 0,7 point) et les billets de trésorerie (+ 2 points) ; en revanche, leur part relative s'est réduite sur les BMTN (– 0,4 point).



## 5.2.2. Les Sicav

En janvier 1995, l'encours global des Sicav a diminué de 18,2 milliards de francs et s'établit à 1 767,3 milliards. Les souscriptions nettes ont été très réduites (5,3 milliards de francs), d'autant que des rachats très importants avaient été enregistrés en décembre (92,4 milliards).

L'actif net des Sicav monétaires a progressé de 5,3 milliards de francs et atteint 981,3 milliards. Seule cette catégorie a enregistré des souscriptions nettes (14,9 milliards de francs) qui n'ont toutefois compensé que très partiellement les rachats nets de décembre (73,3 milliards).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » s'est réduit de 5,7 milliards de francs pour s'établir à 495,5 milliards ; les rachats nets les concernant se sont élevés à 6,5 milliards de francs.

L'actif net des Sicav « actions » est revenu de 182,5 milliards de francs à 173,1 milliards d'une fin de mois à l'autre et celui de Sicav diversifiées de 124,4 milliards à 116 milliards. Les rachats nets sur ces deux types de produits ont été respectivement de 0,8 milliard de francs et 2,2 milliards.

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)					
<i>(en milliards de francs)</i>					
		1993	1994		1995
		Décembre	Novembre	Décembre	Janvier
Sicav monétaires	Actif net	1 060,9	1 038,0	976,0	981,3
	Souscriptions mensuelles nettes	—	-4,7	-73,3	14,9
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	—	-80,4	-153,7	14,9
Sicav obligations	Actif net	619,4	516,1	501,2	495,5
	Souscriptions mensuelles nettes	—	-6,3	-15,7	-6,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	—	-61,4	-77,1	-6,5
Sicav actions	Actif net	193,3	186,5	182,5	173,1
	Souscriptions mensuelles nettes	—	-0,8	-1,9	-0,8
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	—	18,1	16,2	-0,8
Sicav diversifiées	Actif net	137,0	128,0	124,4	116,0
	Souscriptions mensuelles nettes	—	-0,7	-1,5	-2,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	—	0,6	-0,9	-2,2
Sicav garanties	Actif net	1,4	1,5	1,4	1,4
	Souscriptions mensuelles nettes	—	0,1	-0,0	-0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	—	0,1	0,1	-0,0
Total Sicav	Actif net	2 012,0	1 870,1	1 785,5	1 767,3
	Souscriptions mensuelles nettes	—	-12,5	-92,4	5,3
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	—	-123,0	-215,4	5,3
(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 7 février 1995					



## 5.2.3. Le marché primaire obligataire en février

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

La reprise de l'activité enregistrée en début d'année sur les marchés primaires obligataires s'est confirmée au cours des trois premières semaines de février (notamment sur les échéances courtes en eurofrancs), avant d'être victime en fin de période d'un nouveau retrait des investisseurs non résidents lié à la crise de change européenne résultant de l'évolution du dollar et des taux d'intérêt aux États-Unis.

Toutefois, la collecte reflète imparfaitement cette évolution, en raison du décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 38 milliards de francs, contre 34 milliards en janvier. Plus de 93 % des titres réglés en février ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant 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			
Février 1995	2 mois 1995	2 mois 1994	Année 1994		Février 1995	2 mois 1995	2 mois 1994	Année 1994
MARCHÉ INTÉRIEUR								
23,4	43,3	47,2	261,5	État	23,1	42,0	46,2	195,1
9,2	11,9	17,5	66,9	Établissements de crédit et assimilés	2,8	4,2	- 8,6	- 17,0
3,0	4,5	7,7	44,4	Sociétés non financières	0,6	- 1,3	1,2	6,1
—	—	22,3	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 0,5	21,6	19,0
35,6	59,7	94,8	397,5	Ensemble des résidents	26,3	44,4	60,5	203,3
—	—	2,0	5,0	Non-résidents	—	—	2,0	3,7
35,6	59,7	96,8	402,5	TOTAL	26,3	44,4	62,5	206,9
—	1,6	2,7	8,7	dont émissions en écus (b)	—	1,6	2,7	6,5
MARCHÉ INTERNATIONAL								
—	—	—	—	État	—	—	—	—
0,1	0,1	27,8	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 2,5	- 2,5	24,6	32,1
—	—	5,2	14,4	Sociétés non financières	—	—	4,7	11,9
—	—	—	0,8	Autres émetteurs résidents	—	—	—	0,5
0,1	0,1	33,0	61,6	Ensemble des résidents	- 2,5	- 2,5	29,3	44,5
2,5	12,1	9,7	78,7	Non-résidents	0,9	10,2	8,9	67,9
2,6	12,2	42,8	140,3	TOTAL	- 1,7	7,7	38,3	112,4
—	—	3,3	5,0	dont émissions en écus	- 4,0	- 4,0	3,3	- 4,3
—	—	3,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	- 2,7	- 2,7	3,3	—

(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 mars 1995

La **collecte des résidents** est ressortie à 36 milliards de francs (24 milliards en janvier), soit la quasi-totalité des émissions réglées en février.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Février 1995	2 mois 1995	2 mois 1994	Année 1994		Février 1995	2 mois 1995	2 mois 1994	Année 1994
ÉMISSIONS en FRANCS								
23,4	41,7	44,6	252,8	État	23,1	40,4	43,6	188,6
9,3	12,0	42,0	108,9	Établissements de crédit et assimilés	2,9	4,3	12,6	14,8
3,0	4,5	13,0	58,9	Sociétés non financières	0,6	- 1,3	6,0	18,0
–	–	22,3	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 0,5	21,6	19,9
35,7	58,2	121,8	446,1	Ensemble des résidents	26,4	42,9	83,8	241,3
2,5	12,1	11,7	83,1	Non-résidents	2,2	11,5	10,9	75,9
38,2	70,3	133,6	529,1	TOTAL	28,7	54,4	94,7	317,1
35,6	58,1	94,1	393,8	dont émissions intérieures	26,3	42,8	59,8	200,4
35,6	58,1	92,1	388,8	dont émissions intérieures des résidents	26,3	42,8	57,8	196,7
ÉMISSIONS en ÉCUS								
–	1,6	2,7	8,7	État	–	1,6	2,7	6,5
–	–	3,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	- 2,7	- 2,7	3,3	0,4
–	–	–	–	Sociétés non financières	–	–	–	–
–	–	–	–	Autres émetteurs résidents	–	–	–	- 0,3
–	1,6	6,0	13,0	Ensemble des résidents	- 2,7	- 1,0	6,0	6,6
–	–	–	0,7	Non-résidents	- 1,3	- 1,3	–	- 4,3
–	1,6	6,0	13,7	TOTAL	- 4,0	- 2,4	6,0	2,3
–	1,6	2,7	8,7	dont émissions intérieures	–	1,6	2,7	6,5
–	1,6	2,7	8,7	dont émissions intérieures des résidents	–	1,6	2,7	6,5
(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 mars 1995								

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 23,4 milliards de francs (24,9 milliards en valeur nominale), après 19,9 milliards en janvier. L'essentiel des fonds (22 milliards de francs) a été levé en francs sur trois lignes, l'OAT 7,50 % avril 2005 créée en octobre dernier <sup>1</sup>, l'OAT 8,50 % octobre 2008 et l'OAT 6 % octobre 2025. Lors de l'adjudication du 2 février, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 20,8 milliards de francs, soit le haut de la fourchette annoncée (19 milliards de francs à 21 milliards), auquel il faut ajouter 2,7 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 8,13 %, en baisse de 26 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

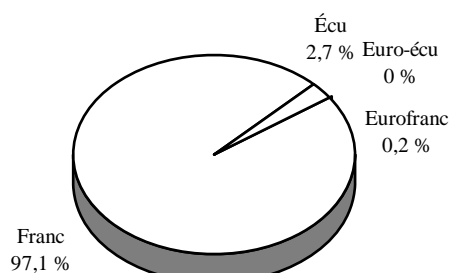
<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 24 février) ont atteint 1,4 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,83 %.

**Hors État**, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur <sup>1</sup>, a atteint 12 milliards de francs (4 milliards en janvier). Les **établissements de crédit** ont recueilli les trois quarts de ce montant, soit 9 milliards de francs (3 milliards en janvier). Les **sociétés non financières** ont levé 3 milliards de francs (1 milliard en janvier).

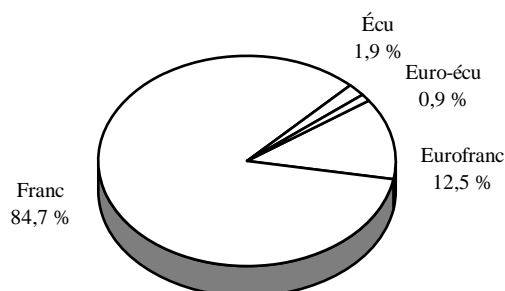
La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, est revenue d'un mois sur l'autre de 10 milliards de francs à moins de 3 milliards.

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

2 mois 1995

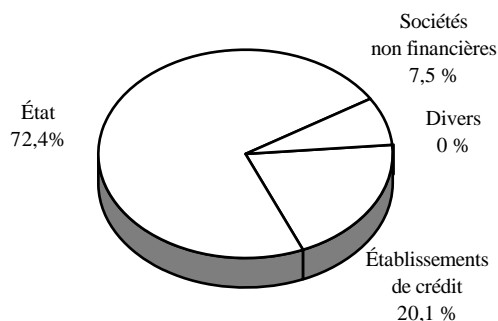


Année 1994

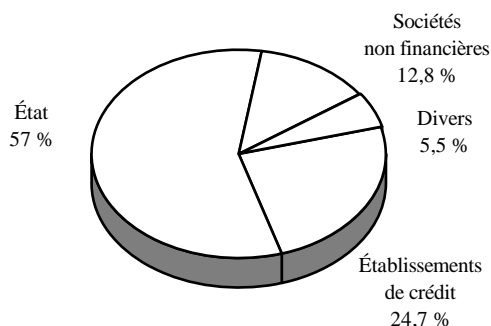


### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

2 mois 1995



Année 1994



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

Mise à jour le 7 mars 1995

Au terme des deux premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 60 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (128 milliards de francs) qui avait enregistré l'effet de l'emprunt de l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (UNEDIC) réglé en février (22 milliards de francs).

<sup>1</sup> En raison de l'interdiction — renouvelée en fin d'année par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur où l'on a noté le retour des grands émetteurs réguliers sur le compartiment de l'eurofranc, tels que la Compagnie bancaire ou le Crédit national.

Globalement, les résidents ont très sensiblement réduit en proportion leur appel au compartiment international (moins de 1 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). En revanche, la part de leurs émissions libellées en écus est restée stable sur chacune des périodes à hauteur de 3 % environ. La part de l'État a représenté 73 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 par les résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 99 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

#### **Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois de février**

À l'occasion de la privatisation de la Société nationale d'exploitation industrielle des tabacs et allumettes (Seita) <sup>1</sup>, un peu plus de 3 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997 (grand emprunt d'État), soit 340 millions de francs environ, ont été annulés fin février dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public <sup>2</sup>. L'encours nominal des titres restant en circulation après cette cinquième offre publique de vente s'élève à un peu moins de 101,6 milliards de francs.

#### **5.2.4. Le marché primaire des actions en décembre <sup>3</sup>**

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Octobre 1994	Novembre 1994	Décembre 1994	Année 1994	Année 1993
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>14,53</b>	<b>17,80</b>	<b>28,00</b>	<b>267,57</b>	<b>240,35</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,08	4,03	1,87	74,66	66,34
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1,99	3,45	2,27	77,29	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 6 février 1995				

Stimulées par la reprise économique, les émissions d'actions se sont élevées à 268 milliards de francs en 1994, montant en hausse de 11 % par rapport à 1993 et ont dépassé le volume record (247,4 milliards de francs) atteint en 1992. Cette performance tient autant à la progression des émissions de valeurs cotées (+ 13 %) qu'à celle de valeurs non cotées (+ 11 %), les émissions étant le fait des sociétés non financières (+ 13 %) et des sociétés d'assurance (+ 77 %).

<sup>1</sup> L'offre publique de vente, intervenue du 7 au 14 février 1995, a porté au total sur 16 millions d'actions (au prix unitaire de 129 francs) pour un montant de 2,1 milliards de francs.

<sup>2</sup> 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 ».

<sup>3</sup> Les données élaborées par le Crédit lyonnais au titre du mois de janvier 1995 n'étant pas disponibles, nous reproduisons les commentaires relatifs aux émissions de l'année 1994.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 a reculé de 1,10 % au cours du mois de février, défavorablement influencé par l'affaiblissement du dollar.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 a été orienté à la hausse durant le premier tiers du mois. La publication d'indicateurs semblant refléter l'absence de surchauffe de l'économie américaine, le jugement favorable porté par le marché sur le relèvement des taux courts opéré par le Système de réserve fédérale à la fin du mois de janvier et l'annonce d'un plan de soutien au Mexique de 48,7 milliards de dollars ont contribué à cette tendance favorable.

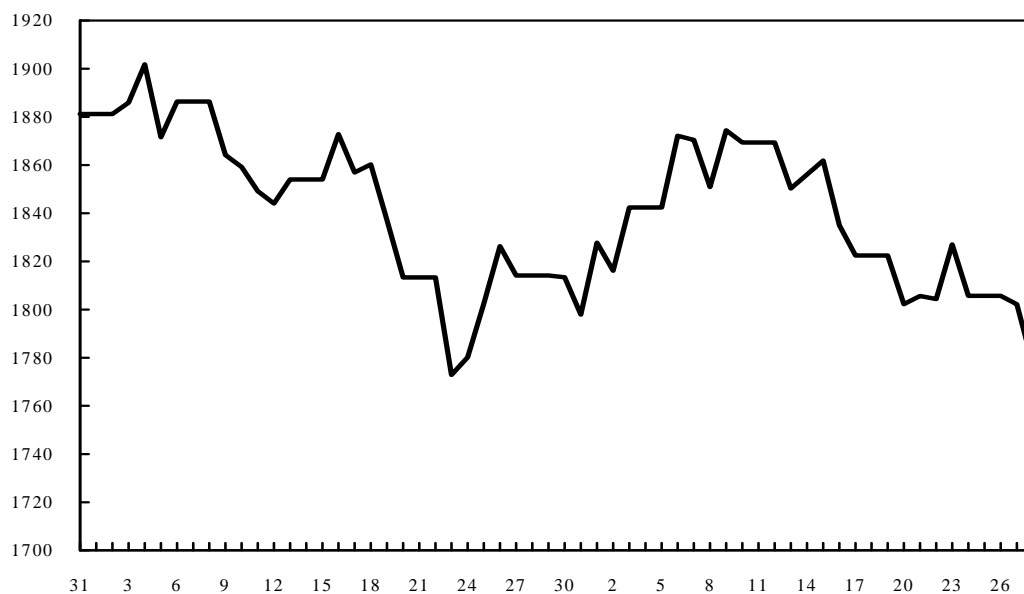
Par la suite, la Bourse de Paris a enregistré une évolution essentiellement baissière, notamment sous l'effet de l'affaiblissement du dollar et des tensions sur les taux courts français.

La liquidation mensuelle de février (le 21) est demeurée légèrement gagnante (+ 1,43 % sur l'indice CAC 40), compte tenu de la hausse des cours survenue en début de mois.

INDICES BOURSIERS				
	31 janvier 1995	28 février 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
New York (Dow Jones).....	3 843,86	4 011,05	4,30	4,61
Londres (FT 100).....	2 991,60	3 009,30	0,50	-1,83
Tokyo (Nikkei) .....	18 649,82	17 053,43	-8,50	-13,54
Paris (CAC 40) .....	1 797,90	1 776,85	-1,10	-5,54
Francfort (Dax).....	2 021,27	2 102,18	4,00	-0,21
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67				
Mise à jour le 3 mars 1995				

Au cours du mois, l'indice Dow Jones à New York a atteint un plus haut historique. En revanche, l'indice Nikkei à Tokyo s'est inscrit en forte baisse, affecté par la hausse du yen face au dollar et les conséquences du tremblement de terre de Kobé sur l'économie de l'Archipel.

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 décembre 1994 au 28 février 1995



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

Mise à jour le 3 mars 1995

#### 5.3.2. La tendance au début du mois de mars

(arrêtée au 8)

La baisse du dollar, la tension sur les taux courts, et la remontée des taux obligataires ont fortement déprimé la tendance à la Bourse de Paris. L'indice CAC 40 est revenu à 1 750, soit son plus bas niveau depuis décembre 1992. À l'issue de la séance du 8 mars, l'indice s'est replié de 1,13 % par rapport à fin février (à 1 756,76).

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

Après avoir progressé de 0,3 % en décembre, l'*agrégat de monnaie M3* a diminué de 0,2 % en janvier. Ce léger repli s'explique par une contraction de 1,7 % des dépôts à vue inclus dans M1, dont l'évolution au mois le mois est assez irrégulière, ainsi que par un nouvel effritement des placements en titres d'OPCVM monétaires. En revanche, la croissance des comptes sur livrets à taux réglementés s'est poursuivie à un rythme toujours soutenu (+ 2,0 %). De plus, parmi les avoirs rémunérés à des taux de marché, les comptes à terme et les bons non négociables (+ 4,4 %) se développent vivement.

Tous les agrégats sont en croissance. En glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées, M1 a augmenté de 1,6 %, M2 de 4,9 % et M3 de 1,7 %. La variation de M3 sur les six derniers mois s'établit à 5,2 % en taux annualisé.

La croissance de l'*agrégat de placement P1*, dont la définition a été révisée (cf. avertissement méthodologique), est restée soutenue (+ 12,3 % sur un an). Les deux principales composantes de cet agrégat, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, ont respectivement progressé de 16,6 % et de 14,5 %.

À fin novembre, la progression annuelle de l'*endettement intérieur total* s'élevait à 3,0 %.

### ***Avertissement méthodologique***

Les agrégats de placement P1, P2 et P3 ont fait l'objet d'une réforme méthodologique visant principalement à adapter leur définition à la nouvelle classification des OPCVM. Cette réforme complète celle qui a été effectuée en septembre 1994 sur les agrégats de monnaie. Elle préserve en outre la logique d'ensemble adoptée lors de la création des agrégats de placement en 1991.

La nouvelle classification des OPCVM comporte cinq catégories principales — monétaires, obligations et autres titres de créances, actions, diversifiés, garantis —, en lieu et place des anciennes catégories court terme, obligations, actions, diversifiés.

En conséquence, la catégorie « monétaire » a été substituée à la catégorie « court terme » au sein de l'agrégat M3 en septembre 1994.

Les quatre autres nouvelles catégories sont désormais prises en compte au sein des agrégats de placement, respectivement dans P1 (OPCVM garantis), P2 (OPCVM obligations et autres titres de créances) et P3 (OPCVM actions et diversifiés).

En outre, l'agrégat P1 a été étendu aux liquidités en instance d'emploi détenues dans le cadre du PEA.

La définition des agrégats de placement est donc dorénavant la suivante.

*P1 – Épargne contractuelle :*

PEL, PEP, titres d'OPCVM garantis, bons de capitalisation, liquidités PEA ;

*P2 – Produits à dominante obligations :*

Obligations, titres d'OPCVM « obligations et autres titres de créances », assurance-vie ;

*P3 – Produits à dominante actions*

Actions, titres d'OPCVM actions et diversifiés, FCPE, FCP à risques, FCIMT, SICAF.

Les séries statistiques relatives aux différents agrégats de placement ont fait l'objet pour l'instant d'une première réropolation depuis le troisième trimestre 1990. Elles sont publiées ci-après.



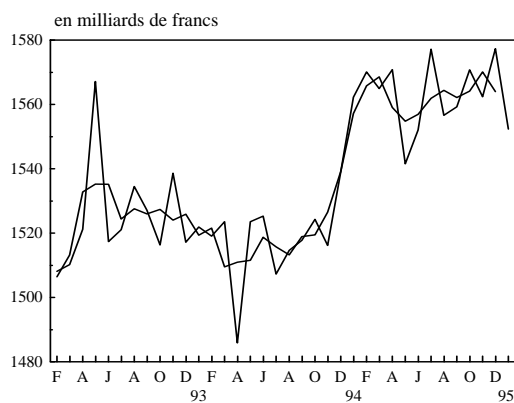
### **AGRÉGATS DE PLACEMENT (P1, P2, P3)**

Tableau non disponible

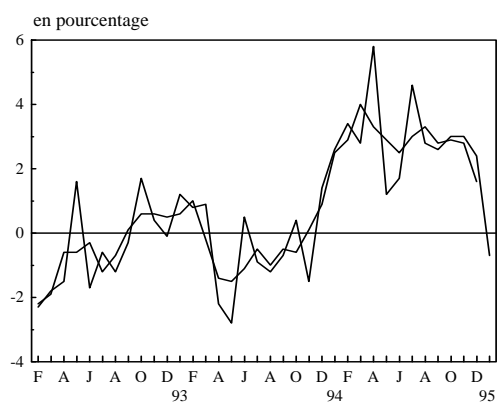
LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin janvier 1995	Encours	Variations du mois	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle	
	données brutes en milliards de francs	en cvs et en pourcentage	centrée sur :	
			Novembre 1994 (a) en pourcentage	Décembre 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1 .....	1 567,2	-1,6	2,8	1,6
– M2.....	2 926,9	0,0	5,2	4,9
– M3 .....	5 225,8	-0,2	1,0	1,7
– M4.....	5 299,9	-0,1	1,3	2,1
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1 .....	1 478,8		13,2	12,3
Statistiques à fin novembre 1994		Variations sur 12 mois en glissement		
		Septembre 1994 en pourcentage	Octobre 1994 en pourcentage	Novembre 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE CRÉDIT				
– Endettement intérieur total .....	10 034,9	3,3	3,4	3,0
– Ensemble des crédits à l'économie.....	6 338,7	-0,6	-1,5 (b)	-2,0 (b)
– Crédits des banques à l'économie .....	3 609,5	-2,0	-1,7	-1,5
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés :				
M1 : 2,7 % ; M2 : 5,1 % ; M3 : 1,2 % ; M4 : 1,5 % ; P1 : 14,2 %				
(b) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29			Mise à jour le 3 mars 1995	

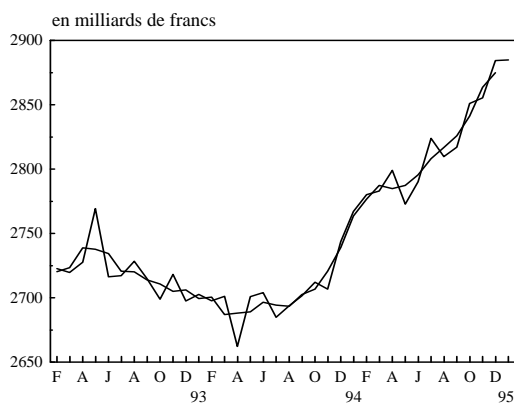
**M1**  
**Encours cvs**



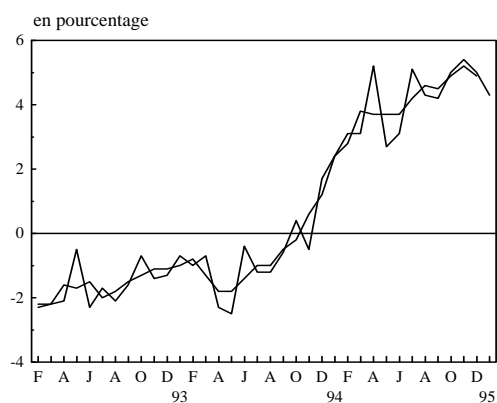
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



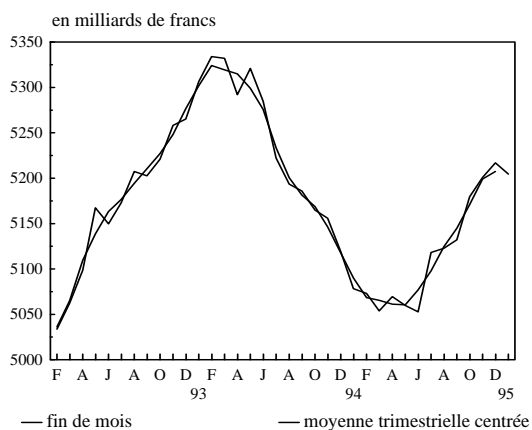
**M2**  
**Encours cvs**



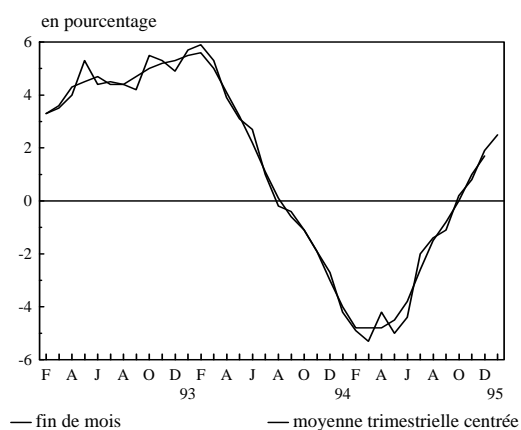
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



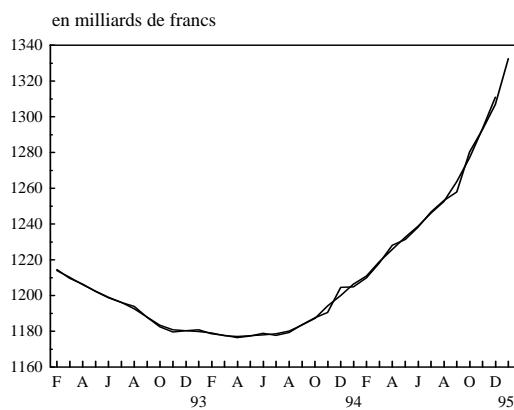
**M3**  
**Encours cvs**



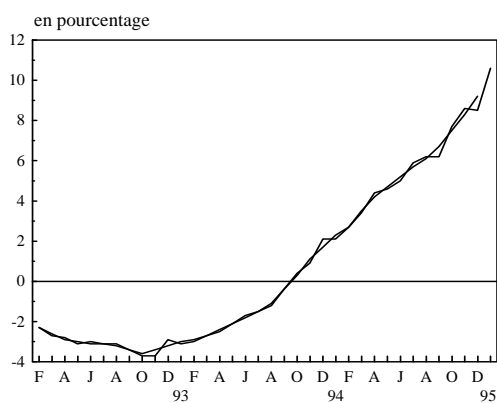
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



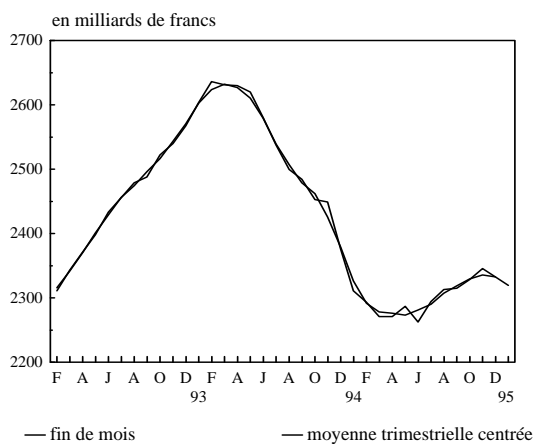
**M2 – M1**  
**Encours cvs**



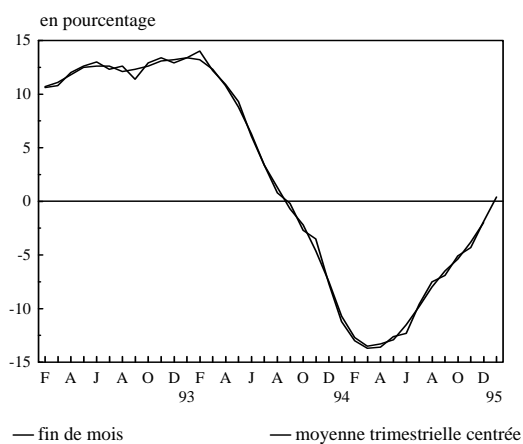
**M2 – M1**  
**Glissements sur 12 mois**



**M3 – M2**  
**Encours cvs**



**M3 – M2**  
**Glissements sur 12 mois**



## ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

Tableau non disponible

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

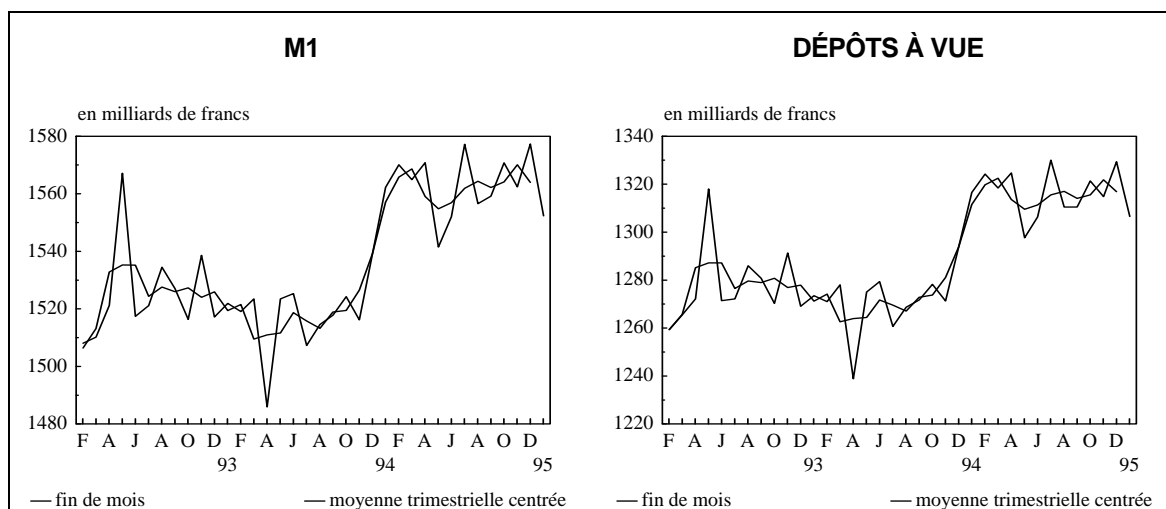
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle <sup>1</sup>

(statistiques à fin janvier 1995)

#### M1

Après s'être fortement accru en décembre (+ 1,0 %), l'agrégat M1 s'est replié de 1,6 % en janvier. En glissement annuel, sa croissance s'est établie à 1,6 % (contre + 2,8 % à fin décembre).

Les dépôts à vue, dont l'évolution au mois le mois est assez irrégulière, ont diminué de 1,7 %, alors qu'ils avaient augmenté de 1,1 % le mois précédent. Sur un an, leur progression s'élève à 1,7 %.



L'encours des billets et monnaies, qui s'était accru de 0,2 % en décembre, s'est replié de 0,9 %. Son accroissement, en un an, est revenu de 1,1 % à 0,7 % à fin janvier.

#### M2 – M1

Le montant des comptes sur livrets à taux réglementé s'est de nouveau fortement accru en janvier (+ 2,0 %, après + 1,1 % en décembre) et sa croissance, en un an, atteint 9,2 %.

Les livrets A et bleus ont augmenté de 1,8 % en janvier (après + 0,4 % le mois précédent) et de 6,9 % en glissement sur douze mois (+ 6,4 % à fin décembre).

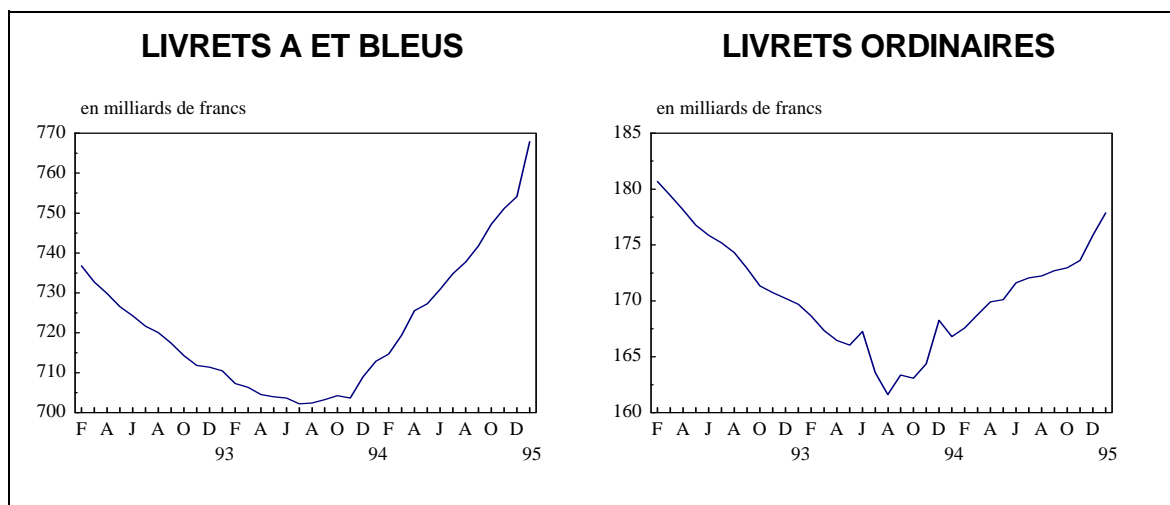
Les comptes d'épargne-logement ont diminué de 0,4 %. Sur un an, leur taux de progression continue de fléchir régulièrement (+ 3,3 %, après + 3,8 % à fin décembre).

Toujours sous l'effet du relèvement du plafond de dépôt intervenu en octobre, la hausse des Codevi reste très élevée (+ 4,9 %, après + 5,1 % en novembre et + 4,6 % en décembre). En variation annuelle, leur développement ressort à 41,1 % (+ 36,8 % à fin 1994).

Les livrets d'épargne populaire ont progressé de 1,2 %, et, en rythme annuel, de 12,3 %.

La collecte sur les livrets soumis à l'impôt reste soutenue (+ 1,1 %, après + 1,3 % le mois précédent). Sur un an, leur progression s'élève à 5,6 %.

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

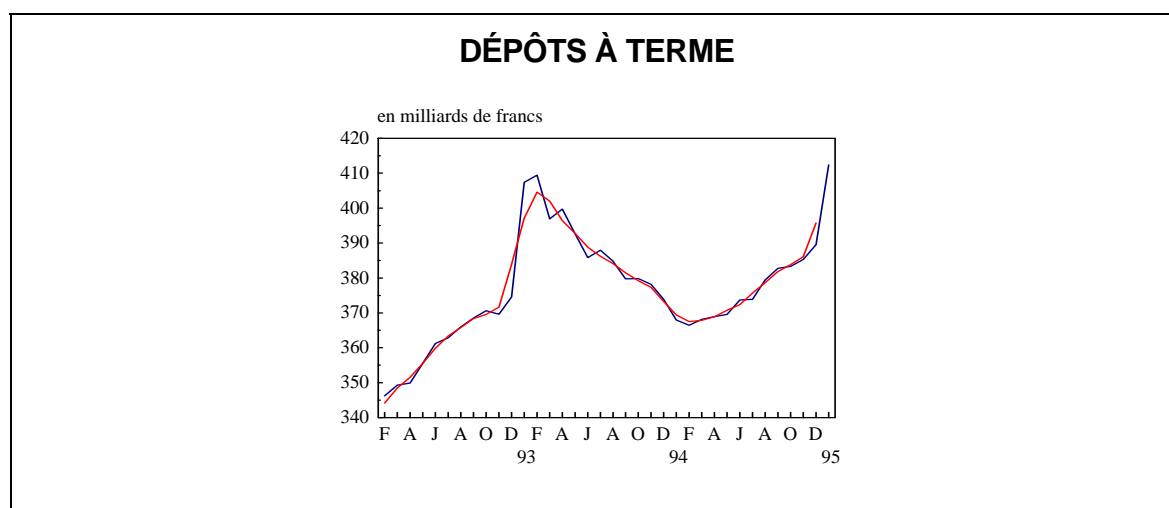


### M3 – M2

L'agrégat M3 – M2, qui regroupe les placements rémunérés à des taux de marché, a baissé, comme en décembre, de 0,6 %. Toutefois, apprécié sur un an, son recul a continué de s'amoindrir et n'atteint plus que 2,0 %. Cette évolution globale recouvre des mouvements assez contrastés de ses principales composantes.

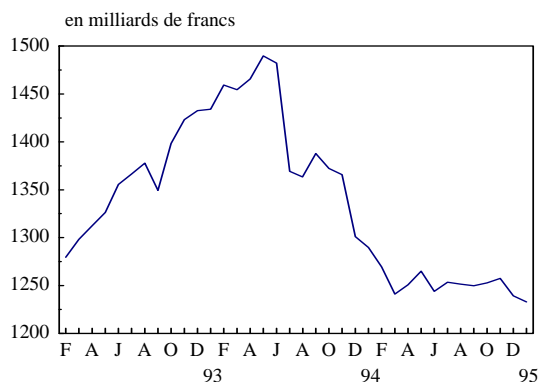
Les comptes à terme, qui ont renoué avec la croissance depuis mars 1994, se sont très fortement accrus en janvier (+ 5,9 %) en raison de l'entrée en vigueur du nouveau dispositif fiscal — plus favorable — les concernant. De ce fait, leur croissance annuelle s'est sensiblement renforcée (+ 6,0 %).

Alors que leur encours se réduisait régulièrement jusqu'en novembre dernier, les bons de caisse et d'épargne, assujettis au même régime fiscal que celui des comptes à terme, ont augmenté de 1,2 % en janvier (après + 0,4 % en décembre). Leur recul, sur les douze derniers mois, est donc revenu de 10,5 % à 8,8 %.



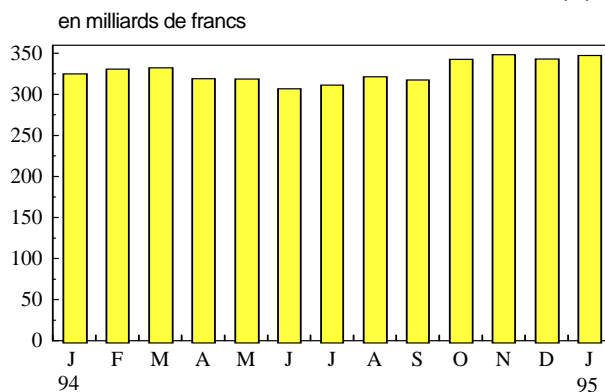
L'encours des titres d'OPCVM monétaires, dont la fiscalité est désormais comparable à celle des comptes à terme et des bons non négociables, s'est contracté de 0,5 % (– 1,4 % en décembre). En un an, son repli s'élève à 5,8 %.

### TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



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 s'est accru de 4,4 milliards de francs et s'établit à 347,5 milliards (sur un total émis de 1 170,3 milliards de francs).

### CERTIFICATS DE DÉPÔT ET BMTN (a)



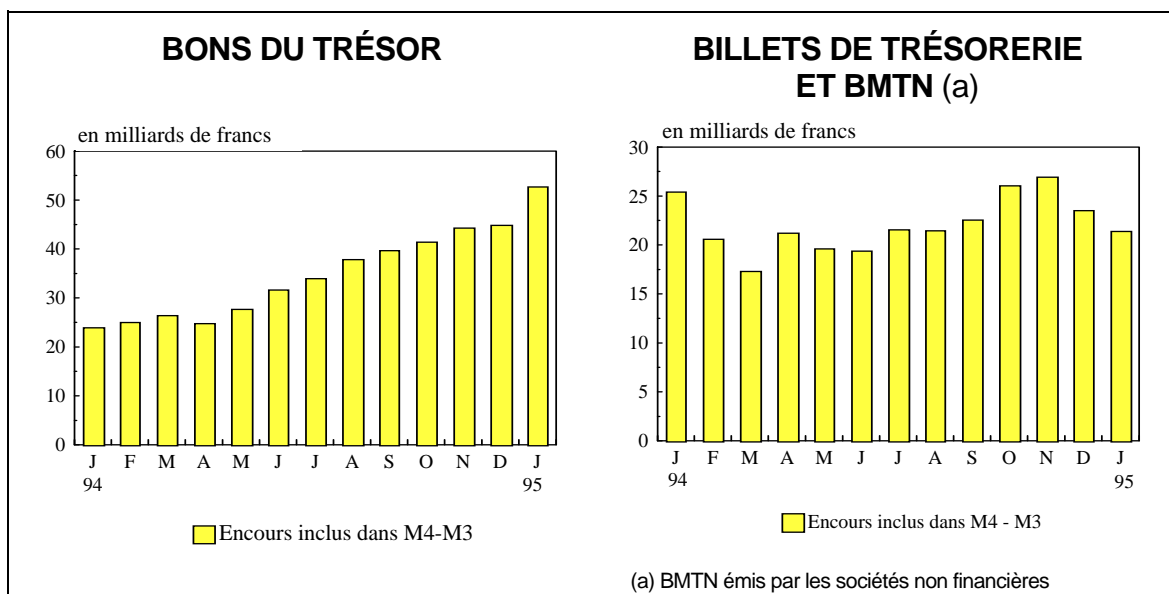
(a) BMTN émis par les banques

### M4 – M3

Le montant des bons du Trésor a augmenté de 22,3 milliards de francs pour atteindre 921,2 milliards. Le portefeuille des agents non financiers est passée de 44,8 milliards de francs à 52,7 milliards d'un mois à l'autre.

L'encours des titres de créances négociables émis par les sociétés, en légère progression (+ 6,4 milliards de francs, après une baisse à caractère saisonnier de 37,3 milliards en décembre), s'élève à 158,5 milliards de francs à fin janvier. Les agents non financiers en détenaient 21,4 milliards de francs (contre 23,5 milliards de francs un mois auparavant).





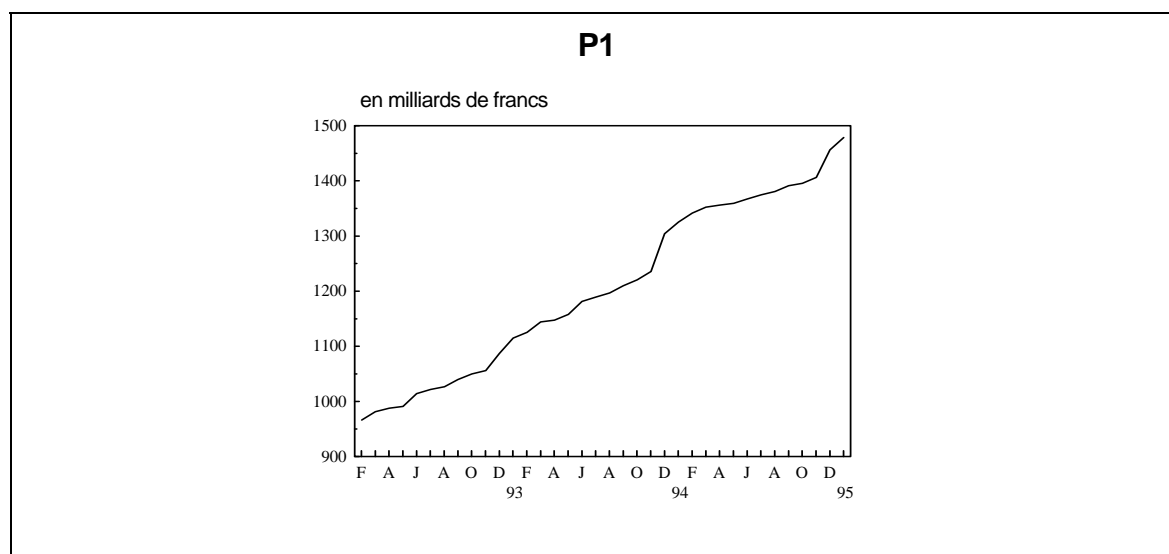
## P1

La croissance de l'agrégat P1 — qui a été élargi aux OPCVM « garantis » et aux liquidités en instance d'emploi dans le cadre de PEA — continue d'être vive, bien que son rythme de progression tende à se ralentir (+ 17,1 % à fin juin, + 13,2 % à fin décembre et + 12,3 % à fin janvier).

La hausse des plans d'épargne-logement a été modérée en janvier (+ 0,7 %, après + 2,1 % le mois précédent). Sur un an, leur accroissement reste cependant fort (+ 16,6 %, après + 17,8 % à fin décembre).

La collecte sur les plans d'épargne populaire reste également prononcée. Leurs encours ont, en effet, enregistré une progression de 14,5 % en glissement sur douze mois.

En revanche, le montant des titres d'OPCVM « garantis » s'est réduit de 3,8 % en un an.



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

### 6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin novembre 1994) <sup>1</sup>

#### Vue d'ensemble

À fin novembre 1994, en glissement sur douze mois, l'encours des crédits distribués par l'ensemble des établissements de crédit s'est contracté de 2,0 % (après - 1,5 % à fin octobre et - 0,6 % à fin septembre). L'ampleur de ce mouvement est essentiellement due à un effet de base provoqué par l'octroi, au dernier trimestre de 1993, de crédits exceptionnels à l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acosse) par une institution financière. Si l'on exclut ces opérations, le repli des crédits n'est plus que de 0,6 %.

Sur les six derniers mois, l'encours global des concours distribués par les établissements de crédit, corrigé des variations saisonnières, s'est accru de 0,2 %, soit + 0,4 % en taux annualisé. Appréciée sur les trois derniers mois, cette évolution ressort à + 0,5 %, soit + 1,9 % en taux annualisé.

Les crédits distribués par les seules banques, qui ne sont pas affectés par cet effet de base, continuent de s'inscrire sur la tendance à la baisse amorcée en novembre 1993. Leur repli a néanmoins marqué, pour le quatrième mois consécutif, une nette décélération, revenant de - 2,4 % à fin juillet à - 1,7 % à fin octobre et - 1,5 % à fin novembre. Cette amélioration est imputable à la progression des crédits aux ménages (+ 0,6 %, après + 0,5 % à fin octobre), et surtout à la vive croissance des crédits aux autres agents (+ 11,3 %, après + 7,3 % à fin octobre).

En revanche, les crédits aux sociétés se sont de nouveau contractés (- 5,8 %, après - 5,0 % à fin octobre).

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					
<i>(en pourcentage)</i>					
	1992	1993	1994		
	Décembre	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
<b>BANQUES</b>					
- Total des crédits (a) .....	3,9	-2,0	-2,0	-1,7	-1,5
- Sociétés .....	4,8	-6,5	-4,9	-5,0	-5,8
- Ménages .....	0,9	0,1	0,2	0,5	0,6
- Autres agents .....	22,1	2,4	3,6	7,3	11,3
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
- Total des crédits (a) .....	3,7	-0,3	-0,6	-1,5	-2,0(b)
- Sociétés .....	4,1	-5,3	-3,3	-3,3	-3,6(b)
- Ménages .....	0,8	0,3	0,1	0,4	0,5(b)
- Autres agents .....	11,6	14,0	7,0	-1,6	-6,3(b)
(a) Y compris opérations de défaisance					
(b) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 28					
Mise à jour le 20 février 1995					

<sup>1</sup> 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 crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique

Après avoir progressé de 0,5 % en octobre, les crédits distribués par les banques ont diminué de 0,4 % en novembre. Cette baisse recouvre une forte contraction des crédits aux sociétés (– 2,2 %, après – 0,1 % en octobre), une progression continue et assez régulière depuis quatre mois des crédits aux ménages (+ 0,2 %, en novembre comme en octobre), ainsi qu'une vive croissance des concours aux autres agents (+ 8,6 %, après + 8,2 % en octobre).

ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE					
	Données cvs			Données brutes	
	Variations mensuelles			Variations sur 12 mois	
	1994			1994	
	Septembre	Octobre	Novembre	Octobre	Novembre
<b>TOTAL (a)</b> .....	0,3	0,5	-0,4	-1,7	-1,5
<b>SOCIÉTÉS</b> .....	0,1	-0,1	-2,2	-5,0	-5,8
– Investissement des sociétés .....	0,6	-0,1	-0,6	-5,8	-5,1
– Trésorerie des sociétés.....	-0,8	0,3	-1,5	-8,2	-8,4
– Autres crédits.....	0,8	-0,7	-4,8	1,2	0,8
<b>MÉNAGES</b> .....	0,3	0,2	0,2	0,5	0,6
– Habitat ménages .....	0,2	0,1	0,2	1,3	1,4
– Trésorerie des particuliers .....	1,0	0,7	0,6	2,6	1,8
– Autres crédits.....	0,3	0,2	0,0	-2,6	-2,0
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS</b> .....	2,6	8,2	8,6	7,3	11,3
(a) Y compris opérations de défaisance					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28					
Mise à jour le 20 février 1995					

La persistance d'un niveau élevé d'autofinancement des entreprises a de nouveau fortement pesé en novembre sur l'évolution des concours aux sociétés. Les diverses composantes des crédits aux sociétés font apparaître une baisse de leurs encours : les crédits à l'investissement ont diminué de 0,6 % (après – 0,1 % en octobre) et les crédits de trésorerie de 1,5 %, alors qu'ils avaient augmenté de + 0,3 % en octobre.

La croissance, continue depuis le mois d'août, des crédits aux ménages est imputable aux crédits à l'habitat, qui ont progressé de 0,2 % (après + 0,1 % en octobre), ainsi qu'aux crédits de trésorerie (+ 0,6 %, après + 0,7 % en octobre).

La hausse des crédits aux autres agents s'est renforcée (+ 8,6 %, après + 8,2 % en octobre). L'accroissement de l'endettement des collectivités locales est principalement à l'origine de ce mouvement. En effet, l'encours des crédits dont elles bénéficient s'est accru de 20 milliards de francs en octobre et de 15 milliards en novembre.

## 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total <sup>1</sup>

(statistiques à fin novembre 1994)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total a légèrement ralenti à fin novembre (3,0 %) par rapport à fin octobre (3,4 %). Alors que l'endettement de l'État a continué de progresser à un rythme soutenu (17,0 % sur un an à fin novembre, après 17,1 % à fin octobre), et que celui des ménages s'est

<sup>1</sup> L'évolution des crédits à l'économie, principale composante de l'EIT, est décrite au paragraphe précédent.

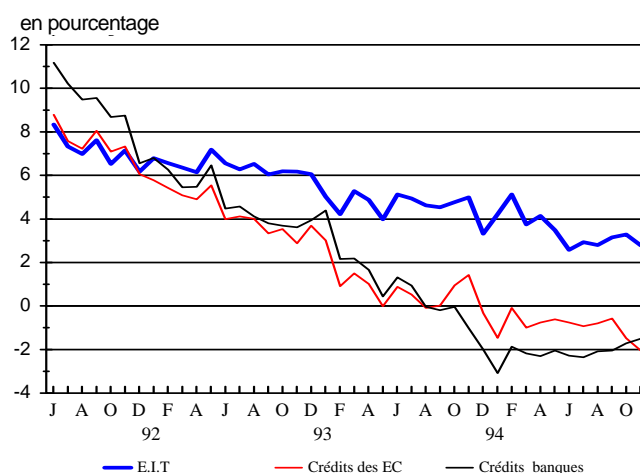
## LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

### Le crédit et l'endettement intérieur total

faiblement accru (0,5 %, après 0,4 % en octobre), l'endettement des sociétés s'est réduit de 2,8 % (après - 2,5 % en octobre). En outre, l'endettement des autres agents non financiers (pour l'essentiel, les administrations publiques autres que l'État) s'est contracté de 4,6 % à fin novembre, après avoir fortement ralenti en octobre (+ 0,4 %, contre + 9,1 % en septembre). Ce retournement de tendance résulte d'un effet de base provoqué par l'octroi, au dernier trimestre de 1993, de crédits exceptionnels à l'Acoss par une institution financière.

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont enregistré sur douze mois un recul de 2,0 % à fin novembre, qui, toutefois, n'est que de 0,6 % si l'on exclut l'effet de base lié au financement exceptionnel de l'Acoss. Les crédits aux ménages ont progressé de 0,5 % à fin novembre, tandis que le repli des crédits aux sociétés s'est établi à 3,6 %, et celui des autres agents à 6,3 %.

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



<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT</b>				
<i>(en données brutes – variation sur douze mois en pourcentage)</i>				
	1993	1994		
	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (a).....</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>
– État .....	19,1	13,5	17,1	17,0
– Sociétés .....	-4,3	-2,6	-2,5	-2,8
– Ménages.....	0,3	0,1	0,4	0,5
– Autres.....	12,9	9,1	0,4	-4,6
<b>CRÉDITS (a) .....</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>
– Sociétés .....	-5,3	-3,3	-3,3	-3,6
– Ménages.....	0,3	0,1	0,4	0,5
– Autres .....	14,0	7,0	-1,6	-6,3
<b>FINANCEMENTS NON NÉGOCIABLES DE L'ÉTAT (b).....</b>	<b>2,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>44,4</b>	<b>38,1</b>
<b>FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (c).....</b>	<b>14,7</b>	<b>13,3</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>
<i>Sur le marché monétaire .....</i>	<i>4,1</i>	<i>17,4</i>	<i>13,0</i>	<i>12,3</i>
– État .....	7,7	21,8	16,4	14,8
– Sociétés .....	-11,0	-1,4	-1,1	1,5
<i>Sur le marché obligataire.....</i>	<i>20,8</i>	<i>11,1</i>	<i>10,9</i>	<i>10,8</i>
– État .....	28,6	12,4	12,1	12,7
– Sociétés .....	3,0	3,1	3,7	2,0
– Autres (d).....	-11,3	61,5	56,1	45,4
<b>CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS .....</b>	<b>8,0</b>	<b>23,4</b>	<b>17,6</b>	<b>27,5</b>
<b>OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER .....</b>	<b>0,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,8</b>
– Sociétés .....	0,7	-6,8	-6,2	-5,8
<p>(a) Les glissements tiennent compte des opérations de défaillance.</p> <p>(b) Il s'agit principalement des dépôts des correspondants du Trésor et des particuliers auprès du Trésor public desquels sont soustraits les avoirs en compte courant du Trésor à la Banque de France. Les mouvements affectant ce poste proviennent pour l'essentiel de la variation du solde créditeur du compte courant du Trésor à la Banque de France.</p> <p>(c) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents</p> <p>(d) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.</p> <p>Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08</p> <p style="text-align: right;">Mise à jour le 24 février 1995</p>				

Au sein des contreparties de l'EIT, la contribution des avoirs monétaires inclus dans M3 à la croissance de l'EIT s'est établie à 0,5 point sur 3,0 points, après 0,2 point sur 3,4 points à fin octobre. Tout en demeurant nettement positive, la contribution des placements de nature obligataire s'est de nouveau légèrement affaiblie (1,1 point, après 1,3 point). Les éléments de P1 retenus dans les contreparties de l'EIT ont, pour leur part, participé à la croissance de l'EIT à hauteur de 1,4 point, en novembre comme en octobre.

Enfin, l'impact expansif de l'évolution des concours nets des non-résidents s'est sensiblement renforcé, passant de 0,4 point sur 3,4 points à fin octobre à 1,3 point sur 3,0 points à fin novembre.

**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

# L'ADAPTATION DES ÉTABLISSEMENTS DE CREDIT AUX MUTATIONS DE LEUR ENVIRONNEMENT

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
lors de la réunion des groupements des banques  
à vocation générale ayant leur siège à Paris et en province,  
à Paris, le 15 février 1995

---

Je vous remercie de m'avoir convié à ce rendez-vous régulier qu'est le déjeuner des groupements des banques à vocation générale de Paris et de province et de m'avoir demandé d'y prendre la parole. C'est en effet une occasion privilégiée de rencontrer les professionnels du secteur bancaire, de partager leurs réflexions et de répondre à leurs préoccupations.

La stabilité du système bancaire constitue un gage de solidité et d'efficacité pour une économie moderne. Or cette stabilité est mise à l'épreuve de mutations rapides et profondes qui ont touché le monde bancaire depuis quelques années : la déréglementation, la désintermédiation, l'ouverture des frontières financières... Dans ce contexte nouveau, les pratiques bancaires ont évolué rapidement vers une concurrence accrue, à mesure que les techniques mises en œuvre étaient plus sophistiquées. Les cycles inévitables de la conjoncture économique sont venus rendre plus ardue, mais aussi plus nécessaire, l'adaptation des établissements à cette nouvelle donne.

À cet égard, M. Maurel a souligné les principales préoccupations du moment. J'essaierai de répondre à ses interrogations. Pour ce faire, j'évoquerai successivement avec vous :

- les principaux problèmes conjoncturels auxquels sont confrontés les établissements de crédit,
- les enjeux et les perspectives du secteur bancaire,
- les atouts importants du système bancaire français dans ce contexte difficile.



## 1. Les raisons de cette évolution difficile pour la profession sont principalement conjoncturelles

### *La conjoncture a continué de peser sur l'activité de crédit*

Le constat dressé par M. Maurel est exact. Le résultat net social de l'ensemble des établissements a diminué en 1993 (-95,3 %, contre -45,7 % en 1992) et cette tendance s'est prolongée au premier semestre 1994 (-47,7 %). Surtout, comme l'a bien souligné M. Maurel, 1994 apparaîtra probablement, quand tous les chiffres seront arrêtés, comme le premier exercice à l'issue duquel le produit net bancaire sera en régression.

En dépit de la reprise de la croissance économique nationale, la demande de crédit est restée faible. En effet, du côté des entreprises, le processus de reconstitution des stocks et de reprise de l'investissement s'est largement réalisé par autofinancement. En ce qui concerne les ménages, la propension à l'épargne a freiné les besoins de consommation et de financement corrélatifs.

Sur un plan général, les établissements de crédit sont soumis à un fort décalage conjoncturel qui est favorable en phase de ralentissement de croissance, mais joue dans l'autre sens en phase de reprise. Ainsi, même si un redémarrage de la production nouvelle de crédit a pu être constaté sur certains secteurs, son impact sur les encours ne se manifesterait probablement pas avant plusieurs mois.

La situation financière de certains emprunteurs demande à être consolidée. Fort heureusement, le nombre de défaillances d'entreprises s'est substantiellement réduit en 1994 par rapport à l'année précédente. Mais certaines petites et moyennes entreprises de certains secteurs, notamment les services, demeurent confrontées à des problèmes difficiles. Les établissements représentés à cette table sont particulièrement concernés par l'évolution du risque des PME. Je note que l'amélioration des structures financières de ces entreprises et les perspectives de croissance réduisent l'impact de ce risque. L'effort de provisionnement important qui a été réalisé en 1992 et 1993 laisse attendre à cet égard une réduction des dotations nettes aux comptes de prévoyance en 1994. J'observe par ailleurs que, sur un plan interne, des mesures de réorganisation ont souvent été mises en œuvre en vue d'un meilleur suivi du risque PMI-PME et d'un meilleur recouvrement des créances. L'entrée en vigueur de la loi du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises devrait faciliter cette démarche.

Enfin, les difficultés des professionnels de l'immobilier ont moins touché les banques moyennes ou petites, mais elles ont eu un impact important sur les résultats d'ensemble. Là encore, la situation semble désormais maîtrisée en l'absence de mouvement marqué du marché immobilier.

### *Le ralentissement de l'activité et le recul des marchés financiers se sont traduits par une diminution des résultats bruts*

Le recul des gains nets sur les opérations de marché, qui a succédé à leur vive croissance en 1993, a dévoilé la médiocre rentabilité brute d'exploitation liée au repli de l'intermédiation bancaire depuis le début des années quatre-vingt-dix. Par ailleurs, les deux derniers exercices ont montré le caractère relativement instable des résultats dégagés sur les activités de marché, du fait de la volatilité, de l'effet de levier ou de la complexité de certains instruments utilisés. Le traitement prudentiel des risques de marché tel qu'il est prévu par les instances internationales devrait renforcer sous peu les dispositifs internes de mesure et de contrôle qui doivent exister en ce domaine.

Le ralentissement prononcé de l'activité et la diminution des gains sur les activités de marché ont fait apparaître au premier semestre 1994 une baisse marquée de la rentabilité brute d'exploitation. Le produit net bancaire s'est ainsi réduit et, malgré une bonne maîtrise des frais généraux et la réduction de l'ordre de 15 % des dotations nettes aux provisions et des pertes sur créances irrécupérables, le résultat brut d'exploitation et le résultat net se sont repliés.

## 2. Toutefois les difficultés actuelles soulèvent des questions de fond qui appellent des réponses adaptées de la part des banques

Les paramètres conjoncturels rappellent que l'activité d'intermédiation ne doit pas être négligée et qu'elle constitue toujours le cœur du métier bancaire et donc de sa rentabilité. C'est pourquoi il est évidemment nécessaire de préserver ou de restaurer la rentabilité du métier bancaire en enrayant la baisse des marges. C'est une tâche difficile, mais je suis persuadé que les banques françaises en ont la capacité.

### ***Faire face à la concurrence...***

En matière de concurrence, de nombreux progrès ont été réalisés au cours des dernières années, tant au niveau international que national.

Les différentes réglementations mises en place à l'échelle européenne, notamment en application de la deuxième directive bancaire, ont eu pour objectif d'homogénéiser les conditions de concurrence entre les établissements de l'Union européenne. L'harmonisation des réglementations dans le domaine bancaire est très poussée, notamment à travers la deuxième directive bancaire, qui porte sur les règles essentielles : liste des activités autorisées, capital minimum, qualité des actionnaires, limitation des participations détenues dans le capital d'entreprises non bancaires, contrôle interne. C'est désormais la quasi-totalité du corpus réglementaire prudentiel qui a été ainsi uniformisé pour faciliter l'expression équitable de la concurrence. Cette préoccupation est particulièrement évidente pour ce qui concerne la directive sur la garantie des dépôts qui, actuellement en phase de transposition, imposera sous peu une protection minimale des déposants dans l'ensemble des pays communautaires.

### ***...par des stratégies susceptibles de générer des résultats plus stables...***

Il n'appartient évidemment pas à l'autorité de tutelle de dicter aux banquiers la façon dont ils doivent exercer leur métier. Mais il n'est peut-être pas superflu de faire part de quelques réflexions. À cet égard, la préoccupation principale doit demeurer la limitation des coûts et la maîtrise des risques.

L'approche globale de l'activité bancaire est celle qui correspond au concept de banque universelle, qui est le modèle dominant en France comme en Allemagne. Ce type d'organisation reste adapté aux conditions plus difficiles d'exercice du métier de banquier puisqu'il permet aux dirigeants à la fois de mettre en œuvre des stratégies globales et de maintenir une diversification de l'activité et des risques.

Cela n'interdit pas la recherche de métiers plus spécialisés ou plus ciblés sur des clientèles spécifiques, l'important étant d'avoir une vision complète et précise de son activité, de connaître ses forces et ses faiblesses de manière à pouvoir faire évoluer son établissement et l'allocation des moyens en fonction des tendances lourdes de l'économie, sans perte de rentabilité ni hausse des risques.

Plus largement, les banques proposent des conseils reposant sur leur savoir-faire. Sans obligatoirement se lancer dans l'ingénierie financière, elles sont étroitement associées aux opérations de haut de bilan, au développement du capital-risque, aux opérations de fusion-acquisition, qui permettent d'entretenir des relations plus globales et plus stables avec les entreprises.

Par ailleurs, l'avance des établissements de crédit français dans le domaine des moyens de paiement et des systèmes d'échange s'est traduite auprès de la clientèle d'entreprises par la mise en place de services de banque à distance au travers de réseaux télématiques qui permettent par exemple d'affiner leur gestion de trésorerie.

Outre l'intérêt pour les entreprises en terme de rentabilité, le développement de systèmes automatisés améliore la sécurité des communications, ce qui en fait un enjeu important pour la communauté bancaire. En effet, le maintien du rôle d'intermédiation des banques passe par la mise en œuvre d'un ensemble cohérent et sécurisé d'échanges de données informatisées (EDI) susceptible de répondre de la façon la plus complète possible aux besoins des entreprises en matière d'information.

---

L'adaptation des établissements de crédit aux mutations de leur environnement

---

La nécessité de participer à la mise en place de ces nouveaux mécanismes d'échange a été bien prise en compte par la profession, notamment dans le cadre des opérations interbancaires. Je ne peux ainsi que me féliciter avec vous de l'accord récent intervenu sur les règlements de gros montant, qui constitue une étape importante du développement de la place bancaire de Paris.

M. Maurel évoque le rôle de la Banque de France prévu par l'accord de place. Au sein de la future structure chargée d'administrer la Centrale des règlements interbancaires (CRI), l'Institut d'émission sera en mesure d'exercer la mission que la loi lui a conférée : veiller au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement. Pour ce qui est du rôle des banques petites ou moyennes, l'accord de place prévoit leur participation active, puisqu'elles seront représentées dans cette structure d'administration de la CRI.

Il me semble utile de souligner que le schéma dual qui a été finalement retenu, consistant en une coexistence, au sein du même système de paiements de gros montant, d'une filière à règlement brut (TBE), et d'une filière à règlement net (SNP), est tout à fait de nature à satisfaire l'ensemble des besoins des établissements de crédit. Ceux-ci pourront, en fonction de leurs propres priorités, obtenir une irrévocabilité de leurs opérations de gros montant en temps réel avec TBF, ou bien en fin de journée avec le SNP. La participation à TBF leur permettra également d'effectuer des paiements internationaux, par l'intermédiaire du système d'interconnexion des systèmes à règlement brut que les banques centrales de l'Union européenne sont en train de mettre en place en vue du passage à la phase 3 de l'Union monétaire.

Pour en revenir aux relations avec la clientèle, la mise à la disposition des entreprises de services bancaires élargis, non limités à l'octroi de crédits et à la collecte de l'épargne, et la recherche de moindres coûts d'exploitation doivent amener les banquiers à une réflexion sur la rémunération de leur activité. En particulier, l'optimisation du couple rentabilité-risque par la pratique d'une tarification plus discriminante en fonction du risque doit être recherchée.

L'augmentation de la part des commissions dans les produits d'exploitation bancaire constitue une autre voie d'évolution souhaitable. Des commissions élevées apportent une meilleure stabilité des résultats, qui sont moins sujets aux variations de la conjoncture. De plus, le coût des services non rémunérés par des commissions étant extériorisé de façon plus ou moins indirecte au travers de systèmes qui peuvent être contestés, notamment dans le cadre de la concurrence européenne, il importe d'aller vers une clarification en la matière.

Il est bien évident néanmoins que toute évolution dans ce domaine devra se faire progressivement pour ne pas heurter « les habitudes de consommation » dans le domaine bancaire.

La recherche des gains de productivité est une voie essentielle d'amélioration des résultats. La progression ralentie des frais généraux (+ 4 % en 1993) dans les comptes de résultat des banques recouvre des tendances diverses qui reflètent les mêmes efforts : une forte maîtrise de la croissance des frais de personnel (les effectifs employés diminuent faiblement mais régulièrement depuis 1986) et un ralentissement des dépenses en informatique, qui participent à l'indispensable modernisation des structures, après une période d'augmentation soutenue.

### ***...et par une meilleure maîtrise des risques***

En dépit d'un dispositif prudentiel complet, les risques inhérents à ce métier sont devenus plus complexes à mesurer et à gérer, rendant le rôle des dirigeants d'autant plus important. C'est pourquoi les autorités françaises se sont préoccupées depuis plusieurs années de renforcer la sécurité bancaire. L'approche retenue a consisté à inviter les établissements à se doter de procédures internes adaptées dans différents domaines.

Le développement des opérations de marché dans un environnement marqué par de fortes fluctuations monétaires a conduit les établissements à être plus directement exposés à des variations défavorables des taux d'intérêt, des taux de change ou, plus globalement, des prix de marché.

Dans cette perspective, le rôle des autorités de surveillance est alors d'effectuer un « contrôle du contrôle ». Les dirigeants assument toujours naturellement l'entière responsabilité des choix réalisés en ces matières, à charge pour eux de se doter des systèmes d'information, d'évaluation et de contrôle nécessaires aux opérations réalisées.

Les objectifs poursuivis par les autorités de tutelle d'une part, et par les directions générales des établissements de crédit d'autre part, apparaissent de plus en plus semblables. Les deux approches doivent se compléter, l'analyse interne étant nécessairement plus fine que l'approche prudentielle. Ce rapprochement est grandement facilité par le fait que les règles sont élaborées en concertation étroite avec la profession. Il n'est pas interdit d'espérer que, dans un futur que l'on peut envisager comme proche, l'identité de vues entre autorités de tutelle et assujettis quant aux risques encourus sera totale.

### 3. Les atouts du système bancaire français sont importants

Le système bancaire français, très diversifié, est constitué d'établissements de tailles et de statuts différents et, surtout, qui exercent des métiers très divers. Les principaux groupes correspondent à de grandes banques à vocation générale, mais aussi à des établissements de financement spécialisé ou à des banques d'affaires. Ils apparaissent le plus souvent en bonne place dans les classements internationaux : quatre grands groupes sont représentés dans les trente premiers mondiaux (par le total de fonds propres) selon le dernier classement du *Banker* (juillet 1994).

#### ***Des structures propices au développement***

L'ouverture, déjà ancienne, sur l'extérieur mérite également d'être considérée comme un atout décisif : la présence à l'étranger des établissements français et la présence en France de nombreuses banques étrangères ont longtemps constitué des éléments de dynamisme et représentent une expérience utile face au renforcement de la concurrence internationale.

#### ***Un fonctionnement régulier***

La stabilité du système bancaire français est mise en évidence par la faible fréquence et le caractère ponctuel des défaillances qui ont frappé quelques établissements depuis 1984.

L'étude du risque systémique, que l'on peut définir comme un risque de déséquilibre de grande ampleur qui se matérialise par des phénomènes de contagion et des tensions sur la liquidité, est au cœur des préoccupations des autorités de tutelle. Le cas de la France est satisfaisant à cet égard puisque aucun effet de système, du type de ceux qui ont été observés à l'étranger, n'est apparu lors des difficultés individuelles qui ont pu survenir à tel ou tel moment. Si la situation des banques américaines est certes maintenant bien meilleure qu'il y a quelques années, elle a été obtenue au prix de sacrifices importants qui se sont traduits par la disparition de milliers d'établissements de crédit.

Dans leur grande majorité, les établissements français ont continué de renforcer leurs fonds propres et respectent aisément la réglementation relative à la solvabilité. De fait, une forte capitalisation et une couverture adéquate des risques encourus constituent des atouts décisifs pour conserver des perspectives de croissance, compte tenu des normes de solvabilité durcies et harmonisées qui s'imposent aux établissements. L'amélioration des capacités bénéficiaires s'avère d'autant plus nécessaire que la réalisation de bénéfices importants permettra aux établissements d'augmenter leurs fonds propres.

Enfin, la loi bancaire a prévu un dispositif de surveillance très complet. Outre la surveillance quotidienne des établissements effectuée par la Commission bancaire, elle a prévu des dispositifs, dans son article 52 notamment, qui permettent au gouverneur de la Banque de France d'inviter les actionnaires à soutenir l'établissement en difficulté ou, dans des circonstances exceptionnelles, d'organiser une « solidarité de place », en vue d'assurer la protection des intérêts des déposants et des tiers, le bon fonctionnement du système bancaire et la préservation du renom de la place.

## L'adaptation des établissements de crédit aux mutations de leur environnement

Vous vous êtes inquiété, M. Maurel, des répercussions de la défaillance de la Banque commerciale privée (BCP) sur le fonctionnement de la place.

Je regrette comme vous-même que la mauvaise gestion de ce petit établissement, que l'actionnaire détenant le contrôle exclusif n'avait plus les moyens de soutenir, ait conduit à une défaillance bancaire.

Je suis très sensible aux difficultés graves rencontrées par certains clients.

À cet égard, je dois me féliciter de la prompt intervention du mécanisme de solidarité professionnelle, qui a pu pallier les plus dramatiques difficultés des déposants.

Je ne sous-estime certes pas le coût qu'un tel mécanisme représente pour la profession, mais ce cas vient rappeler à quel point la bonne qualité de la protection assurée en France aux déposants permet au moins de limiter les difficultés issues d'une défaillance bancaire et contribue au bon fonctionnement de la place. C'est pourquoi j'attache un grand prix à ce que le prochain achèvement des travaux de transposition de la directive relative à la garantie des dépôts vienne conforter un niveau de protection supérieur à celui de la moyenne de nos partenaires dans l'espace économique européen.

Il demeure bien sûr que ce mécanisme de dernier recours ne saurait être le moyen principal de faire face aux crises bancaires. Le nombre de procédures de redressement ou de liquidation judiciaires ouvertes en France à l'encontre d'établissements de crédit est très limité.

En effet, le système de contrôle dont nous disposons dans notre pays permet de repérer les difficultés avant qu'elles n'atteignent la phase aiguë où les intérêts des tiers sont en péril. Dans la presque totalité des cas, les efforts des actionnaires, directs ou indirects, qu'ils aient été formellement ou informellement sollicités, permet de surmonter les difficultés. Je dois souligner qu'il n'y a pas de cas en France où un actionnaire clairement responsable vis-à-vis des autorités bancaires du sort d'un établissement n'ait pas fourni, lorsqu'il en avait les moyens, le soutien nécessaire. Bien entendu, un actionnaire très minoritaire, qui n'avait pas contracté de responsabilité particulière vis-à-vis des autorités bancaires, ne peut être obligé à faire plus que sa part des efforts requis.

Dans les très rares cas où les conditions de ce soutien ne sont pas réunies, il appartient à la Commission bancaire d'en tirer les conséquences, de façon suffisamment rapide pour limiter le préjudice des tiers et préserver l'égalité des créanciers.

De même, j'ai décidé en l'espèce de recourir à l'article 52, § 1 de la loi bancaire à l'égard des actionnaires directs de la BCP pour bien marquer les responsabilités particulières qui s'attachent à la détention d'une part significative du capital d'un établissement de crédit. Certes, il n'existe pas dans la loi de sanction autre que morale si les actionnaires concernés ne peuvent pas répondre à l'invitation qui leur est faite, mais j'ai estimé que je devais clairement rappeler les responsabilités respectives dans cette affaire et je pense que cela sera pris en compte d'une façon ou d'une autre dans la solution qui sera adoptée.

Les caractéristiques de la surveillance bancaire en France, le suivi rapproché de la situation des établissements et de la qualité de l'actionnariat, continueront, j'en suis certain, à assurer un niveau de sécurité du système français au meilleur niveau international ; bien entendu, il convient dans ce domaine comme dans tous les autres de maintenir et de renforcer la vigilance nécessaire.

En 1995, comme en 1994, les évolutions relatives à l'activité nationale et aux taux d'intérêt seront déterminantes, même si la dimension internationale des groupes bancaires français et la pratique de la banque universelle leur assurent une grande diversité des activités et des sources de revenus. L'effort massif de provisionnement réalisé par les établissements français au cours des deux derniers exercices laisse augurer une stabilisation puis une décroissance des charges liées aux risques. Cependant, malgré l'arrivée d'une conjoncture plus favorable, la remontée des résultats n'est pas acquise si un contrôle serré des risques et un bon dimensionnement de l'outil d'exploitation ne sont pas poursuivis.

Cet effort d'adaptation concerne aussi les autorités de contrôle, qui doivent faire évoluer parallèlement le cadre réglementaire en concertation avec la profession et veiller au maintien d'une surveillance efficace des établissements assujettis. De fait, les règles édictées ne doivent pas contredire la recherche de l'efficacité du système et le principe d'équité concurrentielle. La souplesse, le pragmatisme et la capacité de jugement et de réaction des établissements de crédit ont plus d'importance que jamais. Il en est de même pour les autorités. C'est pourquoi la nécessité, pour celles-ci, de rester à l'écoute de la profession est primordiale. Je remercie donc vivement votre groupement et M. Maurel de leur en avoir une fois de plus donné l'occasion aujourd'hui.



# LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE FRANÇAISE

Intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur,  
à la Chambre de commerce France-Suisse,  
à Genève, le 14 février 1995

---

La politique monétaire est un élément essentiel de la politique économique, aux côtés de la politique budgétaire et de la politique des revenus. À ce titre, elle fait l'objet d'une attention de plus en plus grande, à la mesure du développement de l'activité financière dans les pays occidentaux et de la globalisation des marchés de capitaux. L'intérêt des observateurs porte notamment sur les objectifs et les orientations que retiennent les autorités chargées de mettre en œuvre la politique monétaire.

En France, les lois des 4 août et 31 décembre 1993 confient au Conseil de la politique monétaire l'entière responsabilité de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire. Le Conseil de la politique monétaire a les moyens d'assurer en toute indépendance sa mission en raison de l'interdiction faite à ses membres de solliciter ou d'accepter des instructions du gouvernement ou de toute personne, et du caractère irrévocable, bien que naturellement limité dans le temps, de leur mandat.

L'indépendance de la politique monétaire s'accompagne bien entendu d'une exigence accrue de cohérence vis-à-vis des orientations et des décisions des autorités responsables des autres composantes de la politique économique. La loi prévoit ainsi que la Banque de France doit « accomplir sa mission dans le cadre de la politique économique générale du gouvernement ». La loi sur la Banque fédérale d'Allemagne contient une disposition équivalente : « la Banque fédérale allemande est tenue dans le respect de sa mission de soutenir la politique économique générale du gouvernement fédéral ». Je remarque également qu'en Suisse, la loi précise que « lorsqu'il s'agit de prendre d'importantes décisions en matière de politique conjoncturelle et monétaire, le Conseil fédéral et la Banque nationale s'informent de leurs intentions et se concertent préalablement ».

Les objectifs définis par le Conseil de la politique monétaire font l'objet, chaque année, d'un communiqué officiel largement commenté. En 1995, comme en 1994, le choix effectué est clair : l'objectif final de la politique monétaire est la stabilité des prix. Ce sera l'objet de la première partie de l'exposé. J'évoquerai ensuite les deux objectifs intermédiaires de la politique monétaire française. Je montrerai enfin, dans une troisième partie, les effets bénéfiques de la politique choisie sur l'économie française.

## 1. L'objectif final de la politique monétaire est la stabilité des prix

Comme en Suisse, la politique monétaire française a pour objectif final la stabilité des prix. Ce choix est désormais consacré par la loi, plus précisément par l'article 1 du nouveau statut de la Banque de France qui prévoit que la Banque « *définit et met en œuvre la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix* ». La raison profonde de ce choix se fonde à la fois sur l'analyse théorique, l'expérience historique ainsi que sur les profondes mutations intervenues plus récemment dans l'environnement monétaire et financier.

### 1.1. *L'analyse théorique tend à montrer que la politique monétaire doit être jugée dans une perspective de moyen terme*

Tous les anciens élèves de science économique s'en souviennent, selon la théorie quantitative de la monnaie, un accroissement du stock nominal de monnaie au-delà de la production en volume provoque à moyen terme, en faisant l'hypothèse d'une stabilité de la vitesse de circulation, un déséquilibre de l'offre et de la demande et une hausse du niveau général des prix.

En théorie et à court terme, il existe peut-être une possibilité que l'effet stimulant sur l'activité d'une création monétaire supérieure à la croissance en volume puisse l'emporter sur son impact inflationniste, mais en pratique cet effet bénéfique a peu de chances de se produire et aucune de durer :

- une modification du stock de monnaie ne peut avoir d'incidence sur l'activité qu'à condition qu'elle ne soit pas anticipée, qu'il y ait ce qu'on appelle un « effet de surprise » ; dans le cas inverse, les agents économiques ajustent les prix, en fonction de la création monétaire attendue, ce qui revient à neutraliser toute incidence réelle ; en d'autres termes, on obtient alors un surcroît d'inflation sans surcroît de croissance ; cela a été le cas du Brésil, c'est le cas de la Russie ; la Banque centrale met alors en cause sa réputation, et sa crédibilité — fruit d'un long effort nécessaire — risque de se détruire rapidement ;

- en tout état de cause, même si un effet est produit à court terme sur l'économie réelle, le gonflement excessif de la masse monétaire finit toujours par avoir des conséquences inflationnistes qui affaiblissent la compétitivité du système productif ; les prix et les salaires « dérapent » ce qui pénalise les exportations, encourage les importations et freine la croissance ;

- dans ces conditions, les autorités monétaires sont conduites tôt ou tard à effectuer une correction, pour lutter contre la hausse des prix et tenter de reconquérir leur crédibilité ; c'est ce qu'on a appelé la politique de « *stop and go* » longtemps pratiquée au Royaume-Uni ; le coup d'arrêt que les autorités doivent alors donner pénalise bien davantage l'économie qu'une politique monétaire prudente qui n'aurait pas comporté d'action de relance.

### 1.2. *L'expérience française des années soixante-dix illustre bien les dangers d'une politique monétaire orientée vers le réglage à court terme de l'activité*

L'expérience historique a montré que la politique monétaire n'était pas un outil adapté au réglage conjoncturel de l'activité ou du niveau de l'emploi :

- de fait, les années soixante-dix ont été caractérisées par l'échec des politiques fondées sur l'idée que l'on pouvait obtenir « un peu plus de croissance contre un peu plus d'inflation » ; les effets pervers d'une inflation non maîtrisée sont apparus de plus en plus clairs ; ces politiques ont conduit à un endettement massif des secteurs privé et public ; elles ont également incité à une spécialisation industrielle orientée vers des produits dont la compétitivité internationale était surtout liée aux prix, incorporant peu de technologie et donc fortement concurrencés par des pays à bas salaires (biens de consommation courante, par exemple) ; elles ont entraîné des dévaluations « rectificatives » successives.



– comme l'a récemment souligné l'OCDE, l'évolution du chômage en France n'est pas seulement imputable aux effets de la conjoncture ; elle s'explique largement par des facteurs structurels (inadaptation des formations, insuffisante flexibilité du marché du travail) sur lesquels la politique monétaire n'a pas prise.

### **1.3. Au surplus, l'innovation financière a diversifié les mécanismes de transmission de la politique monétaire**

L'interpénétration croissante des économies, les transformations du système financier (essor et ouverture des marchés de capitaux, innovations financières, par exemple le développement de marchés dérivés) ont profondément modifié l'environnement des politiques monétaires :

– les notions de monnaie, de création monétaire, sont devenues plus difficiles à identifier et à contrôler ; un certain nombre de produits financiers rémunérés à des taux de marché, comme, par exemple, les Sicav et les fonds communs de placement à court terme en France, offrent en effet une très grande liquidité et présentent un risque en capital presque nul, rendant plus floue la frontière entre monnaie et titres ; ce sont à la fois des titres, comme des obligations par exemple, mais aussi de la monnaie car ils peuvent être cédés à tout moment sans aucun risque d'illiquidité du marché ;

– enfin, l'achèvement du processus de libéralisation des mouvements de capitaux a placé les politiques monétaires en situation de forte concurrence. Elles sont désormais susceptibles d'être durement sanctionnées par les marchés en cas de dérive inflationniste.

Ainsi, depuis plus d'une dizaine d'années, la politique monétaire française s'est écartée de ces écueils et se fixe avec constance un objectif final clair : la maîtrise de l'inflation. C'est dans cet esprit de continuité que le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France met l'accent depuis le début de l'année 1994 sur un objectif final de prix : les prix ne doivent pas augmenter de plus de 2 % dans une perspective de moyen terme (annexe 1).

## **2. Une stratégie d'objectifs intermédiaires, élément de stabilité, de continuité et de crédibilité de la politique monétaire**

### **2.1. Comme la Banque nationale suisse, la Banque de France a recours à une stratégie d'objectifs intermédiaires**

Ces objectifs intermédiaires sont les vecteurs par lesquels la politique monétaire vise à atteindre la stabilité des prix :

– la fixation d'objectifs intermédiaires se fonde sur l'idée que les banques centrales n'influencent qu'indirectement, et avec des délais importants et variables, l'évolution des prix ; les banques centrales sont donc conduites à choisir une (ou des) variable(s), se caractérisant par un lien stable à moyen terme avec l'objectif final, qu'elles peuvent mieux contrôler en employant le seul moyen dont elles disposent, le (ou les) taux d'intérêt directeur(s) ;

– en ayant recours à une stratégie d'objectifs intermédiaires, la banque centrale « se lie les mains » ; elle annonce, en effet, les règles explicites de son action, accroît la transparence et la clarté des décisions de politique monétaire, renforce leur crédibilité, et donne aux agents économiques des points de repère précis pour limiter leurs anticipations inflationnistes.

Certaines banques centrales (Canada, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède) ont renoncé aux objectifs intermédiaires et concentrent désormais toute leur attention sur l'unique objectif final de maîtrise de l'inflation. Cette situation présente des inconvénients : ni la théorie, ni la pratique n'ont encore permis de dégager des règles de décision qui s'imposent dans le cas où seul un objectif de maîtrise de l'inflation est défini, et l'incertitude qui en résulte est de nature à alimenter des mouvements spéculatifs perturbateurs lors de l'apparition des premières craintes de regain de l'inflation.

Il convient de noter que même pour les pays qui continuent d'avoir des objectifs intermédiaires, la réussite des politiques monétaires repose moins qu'auparavant sur un lien étroit et mécanique entre monnaie et prix, et davantage sur la crédibilité, la stabilité et la continuité des engagements anti-inflationnistes des banques centrales.

## **2.2. La Banque de France se fixe deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne**

La Banque de France se fixe deux objectifs intermédiaires, l'un externe, relatif au taux de change, l'autre interne, qui concerne la masse monétaire c'est-à-dire, schématiquement, l'ensemble des moyens de paiement à la disposition des acteurs économiques. La Banque nationale suisse ne s'assigne qu'un seul objectif intermédiaire, à vocation purement interne. Il faut toutefois relever que, selon les termes mêmes des communiqués annonçant l'objectif monétaire pour l'année à venir, la Banque nationale suisse se réserve de « s'écarter du sentier de croissance à moyen terme si des développements inattendus sur les marchés de change ou sur les marchés financiers menacent de nuire à la stabilité des prix et à une évolution économique plus équilibrée ».

### **2.2.1. L'objectif intermédiaire externe**

L'objectif intermédiaire externe — la stabilité du cours du franc — est poursuivi dans le cadre de la participation de la France, depuis l'origine en 1979, au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME). Il s'est matérialisé par le maintien de la parité du franc vis-à-vis des monnaies européennes les plus fortes, et notamment du deutschemark, depuis maintenant huit ans (annexe 2).

Cet engagement commun des autorités responsables de la politique économique — aux termes de la loi, le gouvernement détermine le régime de change et la parité du franc, tandis que la Banque de France intervient librement dans la limite des parités fixées — a représenté un facteur essentiel d'ancrage des anticipations sur une norme d'inflation faible et d'amélioration de notre crédibilité. Dans une économie aussi ouverte que l'économie française, le commerce extérieur représentant environ un quart du PIB, la stabilité du taux de change est une condition première de la stabilité des prix. Elle conditionne par là même la compétitivité structurelle de l'appareil productif français.

L'élargissement à plus ou moins 15 % des marges du SME le 2 août 1993 n'a en rien modifié la nature de l'objectif de change. Cette décision n'avait d'ailleurs pas pour but de mettre en place un flottement de fait des monnaies européennes permettant aux pays membres de pratiquer une politique de baisse agressive et brutale des taux d'intérêt. Il s'agissait, au contraire, de faire de l'élargissement des marges un outil de lutte contre la spéculation grâce à l'incertitude introduite par le nouveau mécanisme. C'est le risque à double sens (« *two way risk* »).

En 1995, la Banque de France continuera d'assurer la stabilité du franc dans le cadre des engagements pris par les pouvoirs publics et des règles du Système monétaire européen.

### **2.2.2. L'objectif intermédiaire interne**

L'objectif interne, fondé sur la surveillance d'un agrégat de monnaie dont l'évolution doit rester compatible avec une croissance non inflationniste du PIB, est défini dans une perspective de moyen terme.

L'agrégat monétaire de référence M3 regroupe :

- les moyens de paiement utilisables en France (billets, monnaies, dépôts à vue),
- les placements financiers qui peuvent être facilement convertis en moyens de paiement (comptes sur livrets, placements à terme non négociables gérés par les établissements de crédit, titres de créances négociables émis par ces mêmes établissements ainsi que Sicav et fonds communs de placement monétaires).

La norme de progression qui est retenue pour M3 en 1995 est une tendance de 5 % l'an sur le moyen terme. Cette norme de 5 % recouvre une hausse des prix qui, comme il l'a été souligné, ne doit pas excéder 2 %, et une croissance du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % à 3,0 %, qui tient compte du retard enregistré pendant la phase dépressive du cycle conjoncturel.

L'évolution passée de la masse monétaire M3 montre que, sur le moyen terme, l'économie française a disposé d'un volume de liquidités approprié même si, en 1993, M3 a été fortement perturbée par diverses mesures ponctuelles. Il s'agit, pour l'essentiel, du placement du grand emprunt d'État lancé par M. Balladur et de réaménagements fiscaux qui ont orienté une part des disponibilités monétaires vers des produits d'épargne à long terme qui ne sont pas recensés dans M3. Ces effets se sont atténués et, depuis la mi-1994, l'évolution de M3 s'inscrit sur une tendance nettement ascendante (annexe 3).

La Banque de France se réfère en outre à un certain nombre d'indicateurs :

- l'endettement intérieur total, qui regroupe l'ensemble du financement par endettement dont bénéficient les agents économiques résidents, qu'il s'agisse de crédits au sens traditionnel ou d'émission de titres, et permet de suivre de manière simultanée l'évolution des financements et de leurs contreparties,
- les taux à long terme, révélateurs de la crédibilité de la politique monétaire,
- enfin, la balance des paiements.

### **3. Ces orientations de politique monétaire ont été et sont bénéfiques pour l'économie française**

Le bilan de la politique suivie depuis plus de dix ans est favorable. Les orientations prises ont permis de réduire les tensions inflationnistes encore tenaces au début des années quatre-vingt, consolidant ainsi la crédibilité des autorités monétaires :

– l'écart d'inflation avec l'Allemagne, qui restait de l'ordre de 6 points entre 1982 et 1985, est devenu négatif dès le début de 1991 ; depuis plusieurs années déjà, l'objectif final de la politique monétaire, la stabilité des prix, a été respecté et l'économie française se caractérise comme étant l'une des moins inflationnistes du monde industrialisé ; ainsi, en 1994, la hausse des prix à la consommation en glissement annuel — c'est-à-dire de mois à mois d'une année sur l'autre — s'est limitée à 1,6 % en décembre, après 2,1 % à la fin de 1993. En Suisse, après quelques années pendant lesquelles l'inflation a progressé à un rythme plus soutenu qu'en France, la progression des prix est revenue en glissement annuel de 2,4 % en décembre 1993 à 0,4 % en décembre 1994, pour passer à 1 % en janvier 1995 sous l'effet de l'introduction de la TVA dans la Confédération (annexe 4) ;

– le succès du processus de désinflation n'a pas pesé sur la croissance qui, depuis le milieu des années quatre-vingt, se compare favorablement avec celle observée dans les autres pays de l'OCDE, grâce en particulier aux gains de compétitivité acquis par les entreprises françaises ; en 1994, la reprise de l'activité, survenant après une phase de récession brève mais accentuée, se traduit par un accroissement du produit intérieur brut de près de 2,5 % en moyenne, après une contraction de 0,9 % en 1993 (annexe 5) ;

– le système productif français a démontré sa compétitivité ; les exportations ont constitué une composante dynamique de l'activité et, en dépit de l'augmentation des importations, habituelle en phase de reprise, l'excédent des transactions courantes avec l'étranger s'est maintenu en 1994 à un haut niveau (annexe 6) ;

– la poursuite d'une politique monétaire de stabilité n'a nullement empêché une réduction graduelle de nos taux d'intervention permettant d'accompagner la reprise (annexe 7) ;

---

Les objectifs de la politique monétaire française

---

– enfin, l'écart de taux d'intérêt à long terme avec notre principal partenaire, l'Allemagne, indicateur de la confiance des marchés dans la politique menée, est revenu de plus de 4 points à presque zéro entre 1988 et 1993. Avec les perturbations intervenues depuis la fin de l'année dernière sur les marchés obligataires, cet écart est réapparu, mais il est resté limité, de l'ordre de 0,60 point ; la France fait ainsi partie du groupe de pays à faible inflation qui ont le mieux résisté à la remontée des taux d'intérêt à long terme en 1994 (annexe 8).

En définitive, la politique monétaire française obtient les succès qu'elle recherche. Cependant, comme le remarquait le Conseil de la politique monétaire, lors de l'annonce du dispositif monétaire français pour 1995, le maintien d'une croissance saine et créatrice d'emplois est une œuvre commune qui suppose que chaque catégorie d'agents économiques concernés consente les efforts nécessaires afin de consolider le caractère non inflationniste de la reprise. C'est la raison pour laquelle le Conseil de la politique monétaire a lancé quatre messages essentiels à l'ensemble des responsables économiques et sociaux :

– aux gouvernants, soulignant la nécessité de la réduction résolue du déficit des administrations publiques qui entrave le développement de l'économie productive ;

– aux partenaires sociaux, invités à continuer à faire preuve de la responsabilité et de la lucidité qui les ont caractérisés les dernières années ; la progression des salaires devra rester modérée, en ligne avec les gains de productivité ;

– aux chefs d'entreprise, qui devraient, dans l'environnement financier actuel, renforcer leur effort d'investissement ;

– enfin, à l'ensemble des responsables du pays, pour que soient mises en œuvre les réformes structurelles qui s'imposent dans les domaines de l'éducation, de la formation et du fonctionnement du marché du travail.

ANNEXE 1

**INDICE DES PRIX DE DÉTAIL  
EN FRANCE**  
(en glissement sur 12 mois)

en pourcentage

Graphique non disponible

Communications

Sources : INSEE – Banque de France  
Réalisation : DDPE – BSME – Tél. : +33 (1) 42 92 29 50

Banque de France  
Mise à jour le 6 février 1995

**COURS DU DEUTSCHEMARK – FRANC  
DEPUIS 1985  
(Échelle semi-logarithmique)**

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes

## ANNEXE 3

ÉVOLUTION DE M3  
ET DU PIB

en glissement annuel – en pourcentage

Graphique non disponible

- - - - M3      — PIB trimestriel en valeur

Source et réalisation :  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08Banque de France  
Mise à jour le 23 janvier 1995

# **INDICE DES PRIX** **(en glissement sur 12 mois)**

en pourcentage

Graphique non disponible

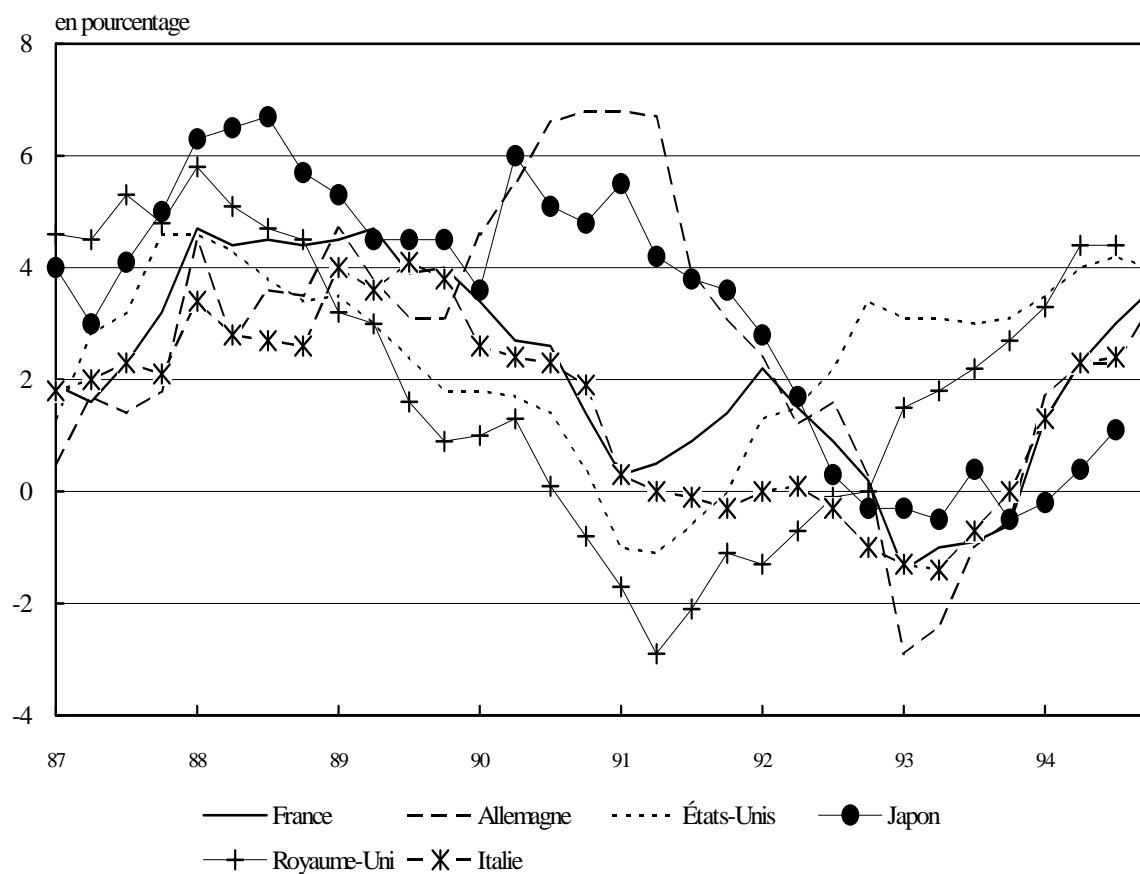
Sources : Statistiques nationales

Réalisation :  
DDPE – BSME – Tél. : +33 (1) 42 92 29 50

Banque de France  
Mise à jour le 6 février 1995



### ÉVOLUTION DU PIB (en glissement annuel)



Sources : INSEE – ECOET – Statistiques nationales

Réalisation : DDPE – BSME – Tél. : +33 (1) 42 92 29 51

Banque de France  
Mise à jour le 13 mars 1995

# **SOLDE DES TRANSACTIONS COURANTES** **(solde cumulé mensuel par année)**

en millions de francs

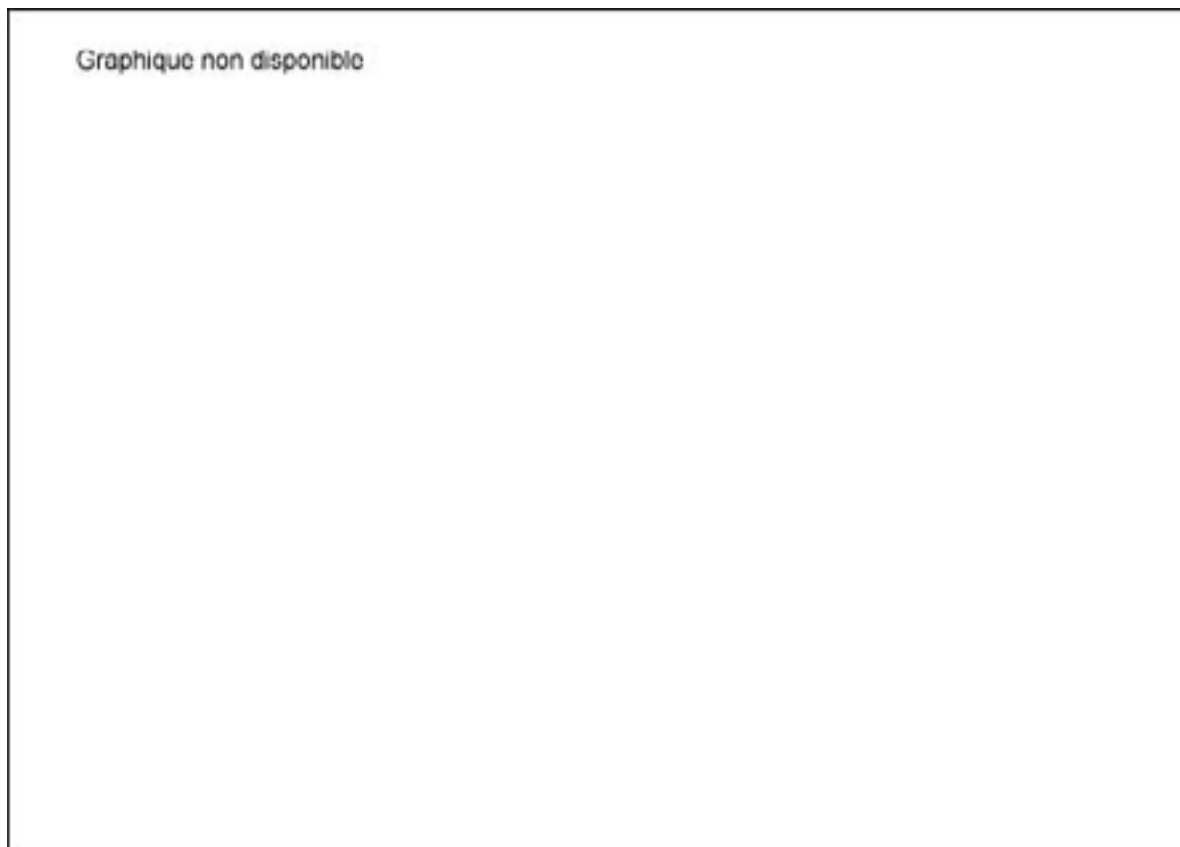
Graphique non disponible

Source et réalisation :  
Direction de la Balance des paiements – CEREX

Banque de France  
Mise à jour le 5 janvier 1995

ANNEXE 7

**TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE DE FRANCE**  
(du 1<sup>er</sup> janvier 1987 au 31 janvier 1995)



— Taux des appels d'offres      — Taux des pensions de 5 à 10 jours

Pensions 5 à 10 jours suspendues du 5 janvier au 3 février 1993 et du 22 juillet au 6 août 1993

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

Mise à jour le 3 février 1995

## STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT (au 7 février 1995)

Graphique non disponible

\* Pour l'Italie : taux après retenue fiscale

NB : Ces courbes représentent la structure des taux recensés sur les marchés des titres d'État, à l'exception de l'échéance à trois mois, qui correspond à un taux interbancaire.

Source et réalisation : Banque de France  
DEER – ECOET – Tél. : +33 (1) 42 92 28 92

Mise à jour le 8 février 1995

# RAPPORT SUR « L'ÉVOLUTION DES SYSTÈMES DE PAIEMENT AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE EN 1994 »

Communiqué de presse de l'Institut monétaire européen  
publié le 1<sup>er</sup> février 1995

---

L'Institut monétaire européen (IME) a décidé de rendre public un rapport sur « L'évolution des systèmes de paiement au sein de l'Union européenne en 1994 », préparé par le groupe de travail sur les systèmes de paiement de l'Union européenne. Ce rapport fait suite à un document antérieur, publié par le Comité des gouverneurs des banques centrales des pays membres de la Communauté européenne en novembre 1993.

Le présent rapport contient une évaluation d'ensemble du respect par les États membres de l'Union européenne des dix principes applicables aux systèmes interbancaires de transferts de fonds énoncé dans le rapport de 1993. Il étudie également les systèmes de paiement fonctionnant dans les trois pays (Autriche, Finlande et Suède) qui ont rejoint l'Union à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1995, et qui ont accepté de s'engager à mettre en œuvre ces principes.

Comme le rapport de 1993, il s'intéresse aux six domaines pour lesquels les banques centrales estiment qu'une action commune ou parallèle est nécessaire de leur part : conditions d'accès, prévention des risques, problèmes juridiques, normes et infrastructures, politique de tarification et horaires de fonctionnement.

L'analyse menée par le groupe de travail permet de conclure que les principes énoncés dans le rapport de 1993 ne sont que partiellement respectés. Toutefois, des progrès très importants ont été accomplis, et les réformes nécessaires pour que ces principes soient respectés en totalité sont en cours de mise en œuvre dans tous les pays de l'Union européenne.

L'Institut monétaire européen estime que la conception et la mise en œuvre de systèmes à règlement brut en temps réel dans l'ensemble des pays de l'Union européenne (principe 4) sont prioritaires. Lorsque le rapport de 1993 a été approuvé, ce type de système n'existait que dans six pays, et la plupart des règlements de montants élevés s'effectuaient par le biais de systèmes à règlement net. D'ici à la fin de

---

Rapport sur « l'évolution des systèmes de paiement au sein de l'Union européenne en 1994 »

1996, les systèmes à règlement brut en temps réel pour les paiements de montant élevé devraient être opérationnels dans tous les pays de l'Union européenne, à l'exception de deux d'entre eux, et dans dix pays tous les règlements de montants élevés seront effectués par l'intermédiaire de ce type de système. La coopération entre les banques et les banques centrales devra se poursuivre afin d'éviter des retards dans la mise en œuvre de ces systèmes sur lequel reposera le système de paiement que les banques centrales et l'IME se proposent de mettre en œuvre lors de la phase 3 de l'Union économique et monétaire.

En outre, l'IME confirme que l'application rapide de la totalité des normes en matière de prévention des risques <sup>1</sup> prévues dans le rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales du Groupe des Dix, publié en novembre 1990, est un facteur essentiel de réduction des risques dans les systèmes à règlement net qui continueront d'exister dans l'Union européenne en complément des systèmes à règlement brut en temps réel (principe 5).

Le principe 1 dispose que seuls les établissements de crédit, certaines entités du secteur public et certaines institutions financières faisant l'objet d'une surveillance adéquate, devraient être autorisés à participer directement aux systèmes interbancaires de transferts de fonds de l'Union européenne. Il est déjà respecté en grande partie, et il devrait l'être intégralement d'ici à 1996. L'IME et les banques centrales de l'Union européenne continueront à étudier les conditions dans lesquelles les établissements de crédit qui ne disposent pas d'une présence physique dans l'un des États membres peuvent participer directement au système de paiement de ce pays (principe de « l'accès à distance ») (principe 2).

Les travaux vont se poursuivre afin d'éliminer les différences entre les systèmes juridiques nationaux qui peuvent accroître les risques dans les systèmes de paiement (principe 7). Des travaux sont en cours afin d'éliminer l'incidence des clauses dites du « zéro heure » pour les participants aux systèmes interbancaires de transferts de fonds dans les pays où ces clauses sont encore en vigueur. D'autres modifications de dispositions juridiques qui pourraient s'avérer nécessaires à un fonctionnement sans heurt des systèmes de paiement transfrontières seront étudiées dès que possible.

Enfin, l'IME et les banques centrales de l'Union européenne, conformément au Traité sur l'Union européenne, accorderont davantage d'attention aux questions intéressant les paiements de masse transfrontières, bien qu'aucun engagement collectif sur un plan opérationnel ne soit envisagé dans ce domaine. L'IME et les banques centrales inciteront les banques à éviter la prolifération des normes techniques incompatibles entre elles (principe 8).

Ce rapport sera diffusé par chacune des banques centrales de l'Union européenne aux personnes résidant dans leur pays. On pourra également l'obtenir auprès de l'IME, à l'adresse suivante :

Institut monétaire européen  
Secrétariat général  
Service des Systèmes de paiement  
Kaiserstrasse, 29  
60311 Frankfurt am Main  
(Allemagne)

---

<sup>1</sup> Dites « normes Lamfalussy »

Le rapport de l'IME est articulé autour des dix principes énoncés dans le rapport de novembre 1993 (diffusé le 10 novembre 1993). Les commentaires qui suivent portent sur les principes 1, 4, 5 et 7, qui concernent plus particulièrement les évolutions importantes observées en France depuis la publication du rapport de 1993.

### **Principe 1 : Accès direct aux systèmes d'échange interbancaires**

Seules les banques centrales et les établissements de crédit, au sens de la deuxième directive de coordination bancaire, peuvent être admis en tant que participants directs dans les systèmes d'échange dans lesquels sont échangés des règlements de clientèle.

Par exception à ce principe, d'autres entités autorisées à tenir des comptes de clientèle peuvent, avec l'accord de la banque centrale, être participants directs à de tels systèmes, à condition (a) qu'elles présentent un faible risque de défaillance en raison de leur caractère public, ou (b) qu'elles soient contrôlées par une autorité dont la qualification est reconnue.

*Commentaire : La participation directe à un système de paiement génère des risques qui conduisent à la réserver aux seuls établissements de crédit. La raison principale en est que les établissements de crédit sont soumis à des contraintes prudentielles et supervisés par des organismes de contrôle.*

*En France, la loi bancaire qui réserve aux seuls établissements de crédit et assimilés l'émission et la gestion des moyens de paiement, interdit de fait l'accès d'entreprises non bancaires aux systèmes de paiement.*

### **Principe 4 : Systèmes à règlement brut en temps réel**

Dès que possible, chaque État membre devra disposer d'un système à règlement brut en temps réel dans lequel devront être échangés le plus possible de paiements de montants élevés. Les règlements correspondants devront se dénouer sur les livres de la banque centrale et reposer sur des bases juridiques, techniques et prudentielles saines, qui soient compatibles avec les dispositions existant dans les États membres.

**Principe 5 : Systèmes d'échange d'opérations de gros montant à règlement net**

Dans la mesure où leurs règlements se dénouent sur les livres de la banque centrale, les systèmes d'échange d'opérations de gros montant à règlement net peuvent continuer à fonctionner à côté des systèmes à règlement brut en temps réel mais, dans un avenir proche, ils devront (a) procéder au règlement le jour même de l'échange des instructions ; et (b) satisfaire les critères Lamfalussy en totalité.

*Commentaire : Le principe 4 marque la volonté des banques centrales de minimiser et, si possible d'éliminer, le risque systémique en orientant vers un système à règlement brut en temps réel les opérations de montants élevés jugées, de par leur nature, particulièrement sensibles (par exemple les règlements de systèmes d'échange interbancaires ou de règlement-livraison). Ce type de système permet de maîtriser les risques liés aux règlements interbancaires, grâce à une comptabilisation en temps réel et de façon brute (les règlements sont comptabilisés individuellement, opération par opération) sur les comptes ouverts au nom des participants à la banque centrale.*

*Les systèmes d'échange d'opérations de gros montant à règlement net (les opérations sont compensées et réglées en fin de journée) qui pourront continuer, en application du principe 5, à fonctionner à côté des systèmes à règlement brut en temps réel, devront être rapidement mis aux normes qui ont été élaborées par les banques centrales en 1990 à cet effet (normes minimales concernant les systèmes de compensation dites « normes Lamfalussy »).*

*En France, l'accord récent entre la Banque de France et l'AFEC ouvre la voie à la mise en œuvre, sur la place de Paris, d'un système de règlements des opérations interbancaires de montants élevés efficace et protégé contre le risque de défaillance d'un de ses participants.*

*Cette organisation reposera sur deux systèmes de paiement, TBF<sup>1</sup>, système à règlement brut en temps réel, qui répondra au besoin d'irrévocabilité immédiate pour les paiements sensibles et urgents, notamment les règlements de systèmes d'échange et de règlement-livraison, et un système de compensation, le SNP<sup>2</sup>, respectant l'intégralité des normes Lamfalussy. Afin de simplifier la gestion des paiements de montants élevés et de réduire les coûts d'investissement et de fonctionnement, ces deux systèmes utiliseront une plate-forme commune pour la réception des ordres émis par les participants et l'information de ceux-ci sur l'exécution de leurs opérations. Cette plate-forme, comme le système de compensation, sera gérée par une structure de place associant largement la Banque de France, au titre de sa mission de surveillance du bon fonctionnement et de la sécurité des systèmes de paiement.*

*Le système TBF devra être opérationnel avant la fin 1996, afin de réduire les risques liés aux règlements interbancaires et préparer la place de Paris à la transition vers la monnaie unique. TBF sera en effet le point d'entrée pour la place de Paris dans le système européen de paiement de montants élevés que les banques centrales européennes mettent en ce moment en œuvre en interconnectant les systèmes à règlement brut en temps réel qui existeront à cette échéance dans chacun des pays européens.*

<sup>1</sup> Transferts Banque de France

<sup>2</sup> Système net protégé



**Principe 7 : Questions juridiques**

Les dispositions concernant les systèmes de paiement nationaux doivent reposer sur des bases juridiques solides. Les incompatibilités entre les systèmes juridiques des pays de la Communauté européenne qui aggravent les risques dans les systèmes de paiement doivent être analysées et, dans la mesure du possible, réduites. Dans une première étape, lorsque cela apparaît nécessaire, les banques centrales de la Communauté feront pression en faveur de la modification de certaines dispositions des lois nationales sur la faillite (par exemple, la clause dite de « zéro heure »).

*Commentaire : Les mesures de réduction des risques dans les systèmes de paiement ne doivent pas pouvoir être remises en cause par des dispositions juridiques inadéquates.*

*En France, la sécurité juridique des règlements interbancaires est assurée notamment grâce à la loi du 31 décembre 1993. Ce texte reconnaît en premier lieu la validité juridique de la compensation. En second lieu, cette loi a supprimé dans notre pays l'application aux établissements de crédit de la clause dite de « zéro heure », par laquelle le juge peut décider de remettre en cause les paiements émis par une entreprise soumise à une procédure collective le jour de l'ouverture de la procédure.*

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en février 1995

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 132 – février 1995***

Direction de la Conjoncture

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

### ***Cahier des titres de créances négociables – janvier 1995***

Direction des Marchés de capitaux

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

### ***Cahiers économiques et monétaires – n° 44 – 1995***

Direction de la Documentation et des Publications économiques

(Tél. : +33 (1) 42 92 27 58 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 41)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Rapport annuel de la Zone franc – exercice 1993***

Secrétariat du Comité monétaire de la Zone franc

(Tél. : +33 (1) 42 92 31 46 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 88)

Prix du numéro : FRF 90 TTC

### ***La situation du système productif – suppléments sectoriels :***

– ***la métallurgie et la première transformation des métaux non ferreux en 1993 (13)***

– ***la production de matériaux de construction et de céramique en 1993 (15)***

– ***l'industrie pharmaceutique en 1993 (19)***

– ***le travail des métaux en 1993 (21)***

– ***l'équipement industriel en 1993 (24)***

– ***la fabrication d'instruments et de matériels de précision en 1993 (34)***

– ***la fabrication de boissons et alcools en 1993 (41)***

– ***l'industrie du textile en 1993 (44)***

– ***l'industrie de l'habillement en 1993 (47)***

Direction des Entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)

Prix du numéro : FRF 80 TTC

**Les études de la Centrale de bilans :****– L'évolution des financements et des placements des sociétés et quasi-sociétés des années 1980 aux années 1990 (B-95/01)**

Direction des Entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Note d'information n° 101 : Les enquêtes de conjoncture**

Service de l'Information

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

**Cahiers régionaux Alsace – décembre 1994****Le négoce des vins d'Alsace**

Banque de France Colmar

Secrétariat régional Alsace

(Tél. : +33 88 52 28 40 – Télécopie : +33 88 52 28 66)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Alsace – décembre 1994****L'économie alsacienne**

Banque de France Strasbourg

Secrétariat régional Alsace

(Tél. : +33 88 52 28 40 – Télécopie : +33 88 52 28 66)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – mars 1995****Le comportement des entreprises – Tendances 1994 – Perspectives 1995**

Banque de France Châlons-sur-Marne

Secrétariat régional Champagne-Ardenne

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Haute-Normandie – février 1995****Évolution de l'activité des entreprises – Résultats 1994 – Prévisions 1995**

Banque de France Rouen

Secrétariat régional Haute-Normandie

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Lorraine – mars 1995****Le comportement des entreprises de l'industrie et du bâtiment – Bilan 1994 – Perspectives 1995**

Banque de France Metz

Secrétariat régional Lorraine

(Tél. : +33 87 39 94 00 – Télécopie : +33 87 76 34 80)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Midi-Pyrénées – février 1995******Évolution de l'activité des entreprises – Résultats 1994 – Prévisions 1995***

Banque de France Toulouse

Secrétariat régional Midi-Pyrénées

(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Pays de la Loire – janvier 1995******Bilan économique régional de l'année 1994***

Banque de France Nantes

Secrétariat régional Pays de la Loire

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Poitou-Charentes – février 1995******Activité des entreprises régionales – Tendances 1994 – Perspectives 1995***

Banque de France Poitiers

Secrétariat régional Poitou-Charentes

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

## **2. Contributions à des publications extérieures**

***La monnaie unique européenne***

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur

(Libération – 21 février 1995)

***Des règlements sur support papier à la dématérialisation***

Entretien avec Michel Destresse, directeur général honoraire de la Banque de France et membre du Comité international de coordination, représentant du FMI et conseiller général auprès de la Banque centrale de Russie (Ekonomika i Zhizn – 26 décembre 1994)

***Les financements et les placements – La situation en 1993***

par Xavier Denis, adjoint de direction à la direction générale des Études (Les notes bleues de Bercy – n° 58 – 1<sup>er</sup> au 15 mars 1995)

***Les opérations financières des entreprises et leur cohérence avec les comptes non financiers******Rapport d'un groupe de travail du CNIS***

présidé par Bernard Enfrun, directeur à la direction générale des Études (Conseil national de l'information statistique – INSEE – février 1995)

### 3. Communications des responsables de la Banque de France

#### ***L'adaptation des établissements de crédit aux mutations de leur environnement***

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
lors de la réunion des groupements des banques à vocation générale  
ayant leur siège à Paris et en province,  
à Paris, le 15 février 1995 <sup>1</sup>

#### ***Les objectifs de la politique monétaire française***

Intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur,  
à la Chambre de commerce France-Suisse,  
à Genève, le 14 février 1995 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Texte publié intégralement dans le présent Bulletin

É T U D E S

# PIERRE ET MARIE CURIE ILLUSTRENT LE NOUVEAU BILLET DE 500 FRANCS

La Banque de France a émis le 22 mars dernier un nouveau billet de 500 francs. Ce billet, à l'effigie de Pierre et Marie Curie, est appelé à remplacer progressivement dans la circulation fiduciaire la coupure de même valeur faciale à l'effigie de Pascal. Venant après le 50 francs Saint-Exupéry et précédant le 200 francs Auguste et Louis Lumière et le 100 francs Gustave Eiffel, il représente la plus forte dénomination d'une nouvelle gamme de billets homogène et offrant les meilleures garanties de sécurité.

---

*Caisse générale  
Direction générale de la Fabrication des billets*

## 1. L'image du progrès scientifique et l'humanisme

Le billet de 500 francs Pierre et Marie Curie rend hommage à l'œuvre commune de deux savants dont les réalisations scientifiques et la dimension humaine ont été reconnues dans le monde entier.

Les recherches de Pierre et Marie Curie sur les rayons uraniques les ont conduits à la découverte du polonium, puis du radium. En 1903, ils reçoivent conjointement avec Henri Becquerel le prix Nobel de physique pour la découverte de la radioactivité naturelle. Dans sa conférence Nobel prononcée en 1905, Pierre Curie parle de la valeur thérapeutique du radium, notamment pour le traitement du cancer.

En 1911, le prix Nobel de chimie est décerné à Marie Curie seule, après la mort tragique de son époux, pour la découverte de la séparation chimique du radium. L'activité de l'illustre savante, première femme nommée professeur à la Sorbonne, est également liée à la biologie et à la médecine et sera marquée par la création de l'Institut du Radium et de la Fondation Curie.

## 2. Un graphisme moderne et une expression symbolique

### 2.1. Motifs du recto

Les portraits de Pierre et Marie Curie dominent le recto du billet. À leur gauche, en arrière plan, le fond coloré représente des sels de radium contenus dans une ampoule, qui sont photographiés grâce à leur propre luminosité. Les lignes géométriques imprimées en rouge reproduisent le graphique linéaire tracé par Marie Curie dans son « étude sur les courbes de probabilité relatives à l'action des rayons X sur les bacilles ».

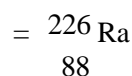
En bas, à gauche de Marie Curie, est imprimée une figure où apparaissent les rayons  $\alpha$ ,  $\beta$  et  $\delta$ . Cette figure, extraite du « Traité de radioactivité de Marie Curie », montre les rayonnements émis par les substances radioactives, qui permettent de les distinguer les unes des autres.

À gauche, le filigrane représente un portrait de Marie Curie réalisé d'après une photographie prise en 1903.

En haut du filigrane est dessinée une des voitures radiologiques baptisées « Les petites Curie ». Deux cents voitures de ce type furent mises en service, à l'initiative de Marie Curie, pendant la guerre 1914-1918. À sa gauche, figure un triangle constituant un repère tactile pour les malvoyants.

Sous ce triangle, sont imprimées quatre petites figures circulaires qui symbolisent le monde subatomique (c'est-à-dire les particules situées à l'intérieur de l'atome et notamment du noyau).

Enfin, sous le filigrane, le symbole chimique du radium est faiblement visible à l'oeil nu



(« Ra » est le symbole chimique du radium ; 226 est son numéro atomique ; l'ensemble signifie qu'un noyau de radium est composé de 226 nucléons — 88 protons et 138 neutrons —).



## 2.2. *Motifs du verso*

Un laboratoire de chimie (d'après une photographie du service des Mesures de l'Institut du Radium, créé le 21 janvier 1914) constitue le motif principal du verso.

En haut, à gauche du filigrane, est reproduite de façon symbolique une configuration atomique.

On retrouve, au verso, les trois rayons  $\alpha$ ,  $\beta$  et  $\delta$  dont l'impression coïncide parfaitement avec celle du recto. En regardant par transparence le rayon  $\beta$ , les couleurs du recto et du verso se complètent et donnent un effet de transvision difficilement reproductible par les faussaires.

Les mentions usuelles (signatures et avertissement relatif aux sanctions pénales encourues par les contrefacteurs) apparaissent sous le filigrane en bas et à droite du billet, tandis que le millésime (année de fabrication) est imprimé au-dessus.

À noter que la clause pénale tient compte de l'entrée en vigueur du nouveau Code pénal et que son texte est ainsi rédigé : « La contrefaçon ou la falsification des billets de banque et la mise en circulation des billets contrefaits ou falsifiés sont punies par les articles 442-1 et 442-2 du Code pénal de peines pouvant aller jusqu'à 30 ans de réclusion criminelle et 3 000 000 francs d'amende ».

## 3. Des signes de sécurité visibles par le grand public

La multiplication des signes de sécurité, alliée à la complexité de leur processus de fabrication, est un gage de sécurité pour le nouveau billet de 500 francs Pierre et Marie Curie comme pour tous les billets de la nouvelle gamme.

Le public doit savoir qu'une bonne authentification du billet de banque nécessite la lecture de l'ensemble des signes de sécurité car, s'il est possible à un faussaire de reproduire un ou plusieurs signes, il lui est très difficile de les reproduire tous.

***Le STRAP*<sup>1</sup>**

Une bande discontinue d'une largeur de 5 mm, réfléchissante (zone métallisée) et non réfléchissante (vernis incolore discernable à l'œil nu), est déposée par transfert à chaud au recto avant l'impression du billet. Un photocopieur ou un scanner reproduira en noir les zones métallisées. Un contrefacteur restituera difficilement les impressions offset et taille-douce aisément visibles à l'œil nu sur les zones imprimées.

***L'encre OVI*<sup>2</sup>**

Utilisée pour le dessin qui symbolise le monde subatomique (cf. supra), cette encre change de couleur suivant l'angle de vue ; elle passe en effet du vert au bleu quand on incline le billet. L'encre OVI est imprimée selon une technique sérigraphique qui permet d'économiser une matière première onéreuse.

***Le fil intégré dans l'épaisseur du billet***

Ce fil constitue une sécurité supplémentaire dont l'efficacité est améliorée par la finesse du papier français dont le grammage (70 g/m<sup>2</sup>) est plus faible qu'à l'étranger (de 85 à 95 g/m<sup>2</sup>).

***Le motif en encre incolore brillante***

Il s'agit du symbole chimique du radium  $^{226}_{88}\text{Ra}$ , dont la surface brillante est légèrement visible à l'œil nu.

***La transvision***

Le rayonnement et la lettre  $\beta$  sont imprimés au recto et au verso avec des couleurs qui se complètent lorsqu'elles sont vues par transparence et qui permettent ainsi au motif d'apparaître totalement coloré.

***L'impression taille-douce***

Cette impression, dont l'effet relief rehausse le dessin, est utilisée sur les deux faces du billet pour les motifs ou mentions indiqués ci-après :

***– au recto***

portrait de Marie Curie, « Banque de France », « 500 cinq cents francs », voiture radiologique et triangle pour malvoyants ;

***– au verso***

configuration atomique, « Banque de France », « 500 cinq cents francs », traits bichromes (rouge/vert) sur la représentation du laboratoire.

***Le filigrane***

Son contraste et sa taille en font un signe de sécurité performant.

Le portrait de Marie Curie paraît sombre dans l'image quand on regarde le billet par transparence et au contraire clair lorsque le billet est posé sur une surface opaque.

<sup>1</sup> Système de transfert réfléchissant anti-photocopie

<sup>2</sup> Optical Variable Ink = Encre à couleur changeante

#### 4. Des signes de reconnaissance à l'usage des professionnels

En plus des signes de sécurité visibles par le public, le nouveau billet de 500 francs Pierre et Marie Curie comporte un certain nombre d'autres informations dont la plupart se prêtent à une reconnaissance automatisée à l'aide de capteurs spécifiques.

C'est ainsi, par exemple, qu'un code magnétique incorporé dans le fil de sécurité permet de reconnaître la valeur faciale du billet, qu'un code infrarouge est lisible au recto et au verso et que le symbole chimique du radium devient fluorescent sous éclairage ultra-violet.

La Banque de France se réserve, en outre, d'autres moyens d'authentification tenus secrets.

#### 5. La cohérence et la logique de la nouvelle gamme de billets

Le billet de 500 francs Pierre et Marie Curie est le deuxième des quatre nouveaux billets créés par la Banque de France. Venant après le 50 francs Saint-Exupéry, il sera suivi par le 200 francs Auguste et Louis Lumière, puis par le 100 francs Gustave Eiffel.

Par l'homogénéité et les caractéristiques de cette nouvelle gamme, la Banque de France a souhaité répondre aux attentes du public et des professionnels qu'elle a pris soin de consulter au préalable par voie d'enquêtes et de sondages d'opinion.

La prise en compte des goûts et des besoins des utilisateurs a notamment conduit la Banque à retenir les options suivantes :

- *le choix de personnages contemporains* recueillant une large adhésion du public et universellement reconnus pour leur contribution au rayonnement international de la France,
- *la facilité de lecture et de compréhension des signes de sécurité* qui sont positionnés de manière répétitive dans une structure commune aux quatre coupures afin d'en favoriser le repérage et la mémorisation,
- *la recherche d'une esthétique harmonieuse* d'inspiration moderne et privilégiant l'effet de gamme,
- *la satisfaction des besoins pratiques* obtenue par :
  - . des formats plus réduits que ceux des anciens billets et une hauteur identique pour les quatre coupures (80 mm),
  - . une identification rapide grâce à une couleur dominante spécifique à chaque coupure (bleu pour le 50 francs, marron pour le 100 francs, rouge pour le 200 francs et vert pour le 500 francs) et des longueurs nettement différenciées variant de 10 mm en 10 mm (123 mm pour le 50 francs, 133 mm pour le 100 francs, 143 mm pour le 200 francs, 153 mm pour le 500 francs),
  - . l'impression des valeurs faciales en chiffres de grande dimension.

---

Pierre et Marie Curie illustrent le nouveau billet de 500 francs

---

En émettant cette nouvelle gamme de billets, la Banque de France vise donc, tout en respectant la tradition fiduciaire française (composition artistique soignée, richesse des couleurs, équilibre des formes), à offrir aux usagers des instruments de paiement plus modernes, plus pratiques et plus sûrs. Dans la perspective de l'Union monétaire, la confirmation de son savoir-faire et de ses capacités d'innovation ne peut que favoriser la création de billets européens associant esthétique et fiabilité.

**Attention** : Les billets de 500 francs à l'effigie de Pascal conservent leur cours légal et continueront à circuler concurremment avec les nouveaux billets de 500 francs à l'effigie de Pierre et Marie Curie. Ces deux vignettes seront donc admises sans distinction dans toutes les transactions. Les billets à l'effigie de Pascal ne seront pas privés du cours légal avant plusieurs années et pourront ensuite être échangés à la Banque de France pendant dix ans.

# ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ DES FICHIERS D'INCIDENTS GÉRÉS PAR LA BANQUE DE FRANCE (FCC – FNCI – FICP) AU COURS DE L'ANNÉE 1994

La progression du nombre d'interdits de chèques s'est ralentie au cours des derniers mois avec un taux de régularisation de dossiers de l'ordre de 85 %. Le nombre de consultations du fichier des chèques irréguliers a plus que doublé d'une année à l'autre, tandis que les consultations par vidéotex du fichier des incidents de remboursement des crédits aux particuliers progressaient de moitié entre décembre 1993 et décembre 1994.

---

JEAN-MARC DESTRESSE

*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange  
Service des Relations institutionnelles et de Gestion*

## 1. Le Fichier central des chèques (FCC)

### 1.1. Rôle du FCC

Le Fichier central des chèques de la Banque de France centralise les incidents de paiement de chèques, les interdictions bancaires d'émettre des chèques qui en découlent et les interdictions d'émettre des chèques prononcées par les tribunaux (dites « interdictions judiciaires ») ; il joue avec le Fichier national des chèques irréguliers (FNCI), un rôle essentiel dans le dispositif légal et réglementaire de prévention de l'émission de chèques sans provision et irréguliers.

Par ailleurs, la Banque de France informe les établissements teneurs de comptes des interdictions bancaires prononcées à l'encontre de leurs clients par d'autres établissements. À cette fin, elle interroge le Fichier des comptes bancaires (Ficoba), géré par la direction générale des Impôts, afin d'identifier l'ensemble des comptes détenus par un interdit de chèque ; elle informe également, de la même manière, les établissements des régularisations opérées par leurs clients sur leurs autres comptes.

### 1.2. Évolution du Fichier en 1994

Au 31 décembre 1994, 1,57 million de personnes sous le coup d'une interdiction d'émettre des chèques figuraient dans le Fichier central des chèques, contre 1,27 million à fin 1993 ; la progression du nombre d'interdits s'est toutefois fortement ralentie depuis les derniers mois de l'année 1994, avec un taux de régularisation de dossiers avoisinant les 85 %.

Au cours de l'année écoulée, le FCC a reçu 5,85 millions de déclarations d'incidents de paiement, contre 6,59 millions au cours de l'exercice précédent, soit une diminution de 11,2 %. Le FCC a répondu, en 1994, à un volume moins important de demandes de renseignements (47,3 millions, contre 48,5 millions en 1993, soit - 2,5 %) formulées par les établissements tirés de chèques. À cet égard, si le nombre de demandes de renseignements par télex diminue, le mode de consultation par vidéotex, ouvert en juillet 1993, continue sa progression avec 27 000 consultations journalières en décembre 1994, contre 12 000 en décembre 1993.

S'agissant de la centralisation des décisions de retrait de cartes bancaires pour usage abusif prises par les établissements adhérant au Groupement des cartes bancaires, le nombre de décisions recensées à fin 1994 s'établit à 240 000, contre 218 000 l'année précédente.

## 2. Le Fichier national des chèques irréguliers (FNCI)

### 2.1. Collecte des informations

La loi a confié à la Banque de France le soin d'informer les bénéficiaires de chèques de la régularité de l'émission de ceux-ci, à travers une centralisation d'informations effectuée dans le Fichier national des chèques irréguliers (FNCI).

À cette fin, tous les établissements tirés de chèques sont tenus de transmettre au FNCI les oppositions pour perte ou vol reçues à leurs guichets, ainsi que les coordonnées des comptes clôturés sur leurs livres — à l'exception des comptes transférés au sein du même établissement ou réseau tiré. Le fichier est également enrichi à partir des coordonnées bancaires de tous les comptes dont disposent les personnes physiques ou morales frappées d'une interdiction bancaire ou judiciaire d'émettre des chèques — dont la détection est assurée par l'intermédiaire du Fichier des comptes bancaires (Ficoba) —, afin de prévenir l'utilisation de formules qui auraient été conservées par ces titulaires de comptes.

À fin décembre 1994, le fichier comprenait 11,2 millions d'enregistrements répartis comme suit :

- comptes d'interdits bancaires ou judiciaires : 3 millions, dont un peu plus de la moitié au titre de comptes ouverts au nom d'interdits mais n'ayant pas encore enregistré d'incidents ;
- comptes clôturés : 4 millions ;
- oppositions sur formules de chèques : 4,2 millions.

## **2.2. Consultation du fichier**

Conformément à l'arrêté du ministre de l'Économie et des Finances du 24 juillet 1992, la Banque de France a délégué la mise en œuvre des procédures de consultation du FNCI à la société Mantis, détenue pour moitié par les sociétés Sligos, filiale du Crédit lyonnais, et Segin, du groupe Axime. Le service d'accès au fichier est diffusé sous l'appellation *Resist*.

À fin décembre, 21 000 commerçants avaient sollicité une adhésion au système et 31,5 millions d'appels ont été enregistrés en 1994, contre 15 millions en 1993.

Le nombre mensuel des consultations s'inscrit, depuis l'ouverture du service, en constante progression : 4,5 millions de consultations en décembre 1994, contre 2,11 millions au mois de décembre 1993 ; le taux de réponse d'alerte pour émission irrégulière est de l'ordre de 1,2 %.

Plusieurs sociétés mandataires — au sens du décret du 26 mai 1992 —, qui pour la plupart garantissent le paiement des chèques, sont connectées au fichier. Une dizaine de contrats ont également été conclus avec des enseignes de la grande distribution et avec la SNCF, qui ont mis en place des solutions techniques adaptées à des consultations fréquentes à partir des points de vente. Ce type d'accès a représenté plus du tiers des consultations globales en 1994.

## **3. Le Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP)**

Le Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP) a pour finalité principale de prévenir le surendettement en offrant aux établissements de crédit et aux services financiers de La Poste des éléments d'appréciation sur les difficultés de remboursement rencontrées par les emprunteurs.

Le fichier contenait, au 31 décembre 1994, 1,305 million de débiteurs (contre 1,360 million l'année précédente) dont 226 000 au titre d'une mesure conventionnelle ou judiciaire, et 1,86 million d'incidents, dont 16 % correspondaient à des crédits au logement et 84 % à des crédits à la consommation.

La progression des consultations du FICP par vidéotex s'est confirmée, le nombre de consultations journalières étant passé d'environ 4 000 en décembre 1993 à 6 000 en décembre 1994.

**TABLEAU COMPARATIF DES FICHIERS D'INCIDENTS GÉRÉS  
PAR LA BANQUE DE FRANCE**

	Fichier central des chèques	Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers	Fichier national des chèques irréguliers
Date de création	20 mai 1955	1 <sup>er</sup> juillet 1990	1 <sup>er</sup> juin 1992
Fondement juridique	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Décret du 20 mai 1955</li> <li>– Décret-loi du 30 octobre 1935 modifié par les lois des 3 janvier 1972, 3 janvier 1975 et 30 décembre 1991</li> <li>– Décret du 22 mai 1992 et arrêté du 29 mai 1992 modifié par l'arrêté du 12 août 1992</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Code de la consommation (juillet 1993) intégrant les dispositions de la loi du 31 décembre 1989</li> <li>– Règlement n° 90-05 du CRB du 11 avril 1990 modifié par le règlement n° 93-04 du 19 mars 1993</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Loi du 30 décembre 1991</li> <li>– Arrêté du 19 octobre 1990 pour les forces de police et de gendarmerie</li> <li>– Décret du 26 mai 1992 et arrêté du 24 juillet 1992</li> </ul>
Objet	Prévention de l'émission de chèques sans provision	Prévention du surendettement des particuliers	Sécurisation des paiements par chèques : lutte contre la fraude liée aux chèques perdus ou volés, tirés sur compte clos ou émis par des interdits
Déclarants	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Établissements tirés de chèques</li> <li>– Juridictions pénales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Établissements de crédit La Poste</li> <li>– Commissions de surendettement et juges d'instance</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Établissements tirés de chèques</li> <li>– Police et gendarmerie</li> </ul>
Nature des informations recensées	Incidents de paiement de chèques et interdictions bancaire et judiciaire d'émettre des chèques	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Incidents caractérisés de remboursement sur crédits</li> <li>– Plans adoptés par les commissions de surendettement et décisions de redressement judiciaire civil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Formules de chèques perdues ou volées</li> <li>– Comptes frappés d'une interdiction d'émettre des chèques et comptes clôturés</li> <li>– Faux chèques</li> </ul>
Durée du recensement	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Interdiction bancaire : 10 ans sauf régularisation</li> <li>– Interdiction judiciaire : durée de l'interdiction figurant au jugement (maximum 5 ans)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Incidents sur crédits : 3 ans sauf régularisation</li> <li>– Plans et décisions de redressement judiciaire civil : durée de la mesure dans la limite de 5 ans, sauf remboursement anticipé</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Interdictions : durée des interdictions d'émettre (sauf régularisation)</li> <li>– Autres données : durées variables fixées en accord avec la CNIL</li> </ul>
Diffusion des informations	Établissements tirés de chèques, autorités judiciaires	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Établissements de crédit La Poste</li> <li>– Commissions de surendettement et juges d'instance</li> <li>– Autorités judiciaires</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Établissements tirés de chèques, police et gendarmerie, commerçants ou prestataires de services</li> <li>– Depuis le 1<sup>er</sup> juin 1992, ouverture à toute personne susceptible de recevoir des chèques en paiement d'un bien ou d'un service</li> </ul>



# ACCORD DE PLACE SUR LE NOUVEAU SYSTÈME FRANÇAIS DE RÈGLEMENT DE GROS MONTANT

Les règlements interbancaires de gros montant ont connu une très forte croissance. En France, ils représentent environ 1 000 milliards de francs par jour, soit près de 15 % du PIB annuel.

Les risques systémiques inhérents à l'ampleur et à l'augmentation rapide de ces flux financiers, ainsi que les contraintes liées à la mise en œuvre d'une politique monétaire commune en phase 3 de l'Union européenne et monétaire, ont conduit les banques centrales de l'Union européenne à décider que chaque État membre de cette dernière devrait disposer d'un système à règlement brut en temps réel ; les systèmes à règlement net qui continueraient à fonctionner devraient être protégés conformément aux normes édictées par les banques centrales (« normes Lamfalussy »). Ces principes dessinent les contours du futur système français de paiement de gros montant, dont les caractéristiques ont été présentées par la Banque de France et l'Association française des établissements de crédit (AFEC) dans un communiqué commun diffusé le 10 janvier 1995.

---

*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange*

Le protocole d'accord conclu entre la Banque de France et l'AFEC définit les conditions dans lesquelles seront échangées les opérations de gros montant par l'intermédiaire du système de Transferts Banque de France (TBF) ou du système à règlement net (SNP) développé par les banques. Cet accord marque l'aboutissement de plusieurs années de concertation en vue de réduire les risques dans les systèmes de paiement et de préparer la phase 3 de l'Union économique et monétaire (UEM).

## 1. Le contexte international

Les banques centrales étudient depuis plusieurs années les moyens de limiter les risques de règlement des opérations de gros montant, afin de réduire, et si possible d'éliminer, le risque systémique. Au niveau de l'Union européenne, elles ont donc élaboré un certain nombre de règles<sup>1</sup>, qui répondent notamment à deux principes essentiels :

- dès que possible, chaque État membre devra disposer d'un système de règlement brut en temps réel, dans lequel devront être échangés le plus grand nombre possible de paiements de montant élevé ;
- les systèmes d'échange d'opérations de gros montant à règlement net (systèmes de compensation) peuvent continuer de fonctionner à côté des systèmes à règlement brut en temps réel, à condition de satisfaire en totalité les normes de protection contre les risques définies en 1990 dans le cadre de la Banque des règlements internationaux (dites « normes Lamfalussy »).

Les États-Unis disposent déjà depuis plusieurs années de deux systèmes protégés : un système brut en temps réel (le système *Fedwire*), et le système net des banquiers de New York (le système *Chips*). Au Royaume-Uni, le système net *Chaps*, géré par les banques, est en cours de transformation en un système brut en temps réel. Enfin, en Allemagne, à côté de son système brut, la Banque fédérale modifie le système net EAF (*Elektronische Abrechnung mit Filetransfer*), de façon à en améliorer la sécurité.

Par ailleurs, l'IME étudie actuellement les conditions d'une interconnexion des systèmes à règlement brut en temps réel des États membres : l'existence de ces systèmes, et leur interconnexion dès le début de la phase 3 de l'Union monétaire, sont en effet nécessaires pour la mise en œuvre de la politique monétaire unique par le Système européen de banques centrales (SEBC).

## 2. Les discussions entre la Banque de France et les établissements de crédit

Les premières réunions de concertation sur la prévention des risques ont eu lieu dès 1990, et se sont poursuivies avec la définition progressive du projet TBF. Mais il est apparu aux banques, à l'automne 1993, que ce système ne leur permettait pas de toujours contrôler bilatéralement l'usage de leur liquidité et les risques de contrepartie ; par ailleurs, le coût de la liquidité nécessaire à un fonctionnement fluide de TBF leur paraissait trop élevé.

La Banque de France et les établissements de crédit sont donc convenus, au début de 1994, de suivre une approche duale, fondée sur la coexistence d'un système brut en temps réel (TBF) et d'un système net protégé (SNP). Cette approche duale se retrouve dans un certain nombre de pays développés, comme les États-Unis, le Japon ou l'Allemagne.

Le système net protégé a été étudié par les établissements de crédit au premier semestre 1994. La Banque de France en a validé les grandes lignes, selon les critères Lamfalussy, en septembre 1994. Parallèlement, la Banque de France a redéfini certaines caractéristiques de TBF.

Avant de procéder à la réalisation effective, la Banque et l'AFEC ont été soucieuses de parvenir à la meilleure synergie possible entre les deux futurs systèmes, tout en minimisant les coûts (techniques, opérationnels et de garanties). Le protocole d'accord est le résultat de cette volonté de synergie.

<sup>1</sup> Ces principes ont été publiés en novembre 1993, dans un rapport au Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté européenne sur les caractéristiques minimales communes des systèmes de paiement nationaux.

### 3. Les caractéristiques du nouveau système

Les règlements de gros montant seront organisés autour de trois éléments :

- un réseau unique, point de passage obligé entre les établissements de crédit et les systèmes brut et net, pour transmettre les instructions et suivre les positions respectives dans chacun des systèmes,
- le système brut TBF, permettant l'imputation immédiate des ordres dans les comptes courants de règlement tenus par la Banque de France,
- le système net protégé, instrument de compensation multilatérale entre établissements de crédit.

Une « centrale des règlements interbancaires » (cf. infra) gèrera le réseau et le système net. La Banque de France gèrera le système brut TBF.

Les garanties admises par la Banque de France, en couverture des positions, seront identiques dans les systèmes brut et net.

Les systèmes exogènes (le Système interbancaire de télécompensation — SIT — par exemple) alimenteront le système brut.

La Banque de France enregistrera directement dans ses comptes de règlement ses opérations de banque centrale, suivant une chronologie et des priorités définies avec la place ; elle en informera immédiatement les établissements intéressés par les voies standardisées de diffusion d'information de la centrale des règlements interbancaires.

Les différentes phases de développement des deux systèmes seront coordonnées, sous réserve des contraintes liées, pour TBF, à la nécessité de gérer au mieux les risques et d'être prêt pour l'entrée en vigueur de la phase 3 de l'UEM.

### 4. La structure de concertation et la centrale des règlements interbancaires

La coopération entre la Banque de France et les établissements de crédit se traduira par la création d'une société, à laquelle participeront les principaux établissements de la place aux côtés de la Banque de France. Les banques moyennes et petites, les sociétés financières et les banques étrangères y seront également représentées.

Cette structure aura pour mission d'administrer la centrale des règlements interbancaires, de participer aux concertations sur les orientations du système brut et, d'une manière générale, de dégager des orientations sur les sujets de place ayant une incidence sur le traitement des opérations de gros montant.

La Banque de France jouera un rôle spécifique au sein de cette structure. Afin d'exercer la mission, qui lui est conférée par la loi, de surveiller le bon fonctionnement et la sécurité des systèmes de paiement, elle disposera d'un droit de veto. Elle veillera, en particulier, à ce qu'il soit tenu compte, dans les décisions de place, des orientations retenues par les banques centrales et par l'Institut monétaire européen.

La Banque de France engagera les investissements pour TBF ; les établissements de crédit assureront, quant à eux, les investissements liés au système net protégé.

La mise en œuvre de ces réformes permettra au système de paiement français de disposer d'une organisation efficace et sûre, grâce en particulier à l'achèvement de la dématérialisation et à la possibilité d'obtenir l'irrévocabilité des opérations en monnaie banque centrale en cours de journée, et non pas en fin de journée. L'organisation prévue pour les règlements de gros montant dotera donc la place de Paris d'une infrastructure moderne nécessaire à sa compétitivité.

# BULLETIN OFFICIEL

# BULLETIN OFFICIEL

---

---

## Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### Commission bancaire

#### **Instruction n° 95-01**

– en date du 30 janvier 1995

relative à la comptabilisation des opérations de cession d'éléments d'actif ou de titrisation.

#### **Note n° 95-01**

– en date du 15 février 1995

destinée aux établissements de crédit, relative aux comptes de résultat.

#### **Instruction n° 95-02**

– en date du 24 février 1995

(modifiant l'instruction n° 93-01) relative à la transmission à la Commission bancaire par les établissements de crédit et les compagnies financières de leurs comptes annuels, de documents prudentiels ainsi que d'informations diverses.

---

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

du 1<sup>er</sup> au 28 février 1995

### **Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,50 % avril 2005, 8,50 % octobre 2008, 6 % octobre 2025 (Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 31 janvier 1995

Le jeudi 2 février 1995, 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 19 milliards de francs et 21 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. 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 27 février 1995, soit 126,58 francs par obligation.

2. 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 27 février 1995, soit 58,22 francs par obligation.

### 3. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 27 février 1995, soit 41,10 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 27 février 1995.

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

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

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

<b>OAT 7,50 % AVRIL 2005</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
95,78	700 000 000	700 000 000	95,78
95,76	4 200 000 000	4 900 000 000	95,76
95,74	7 450 000 000	12 350 000 000	95,75
95,72	3 400 000 000	15 750 000 000	95,74
95,72	3 400 000 000	19 150 000 000	95,74
95,70	3 300 000 000	22 450 000 000	95,73
95,68	1 500 000 000	23 950 000 000	95,73
95,66	1 450 000 000	25 400 000 000	95,73
95,64	50 000 000	25 450 000 000	95,73
95,60	250 000 000	25 700 000 000	95,72
95,20	2 000 000 000	27 700 000 000	95,69
Prix limite retenu : 95,72 % (taux de rendement : 8,13 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 95,74 % (taux de rendement : 8,13 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 5 janvier 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	15 925	15 750	- 175
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	8,39	8,13	- 0,26
– au prix moyen pondéré .....	8,39	8,13	- 0,26

<b>OAT 8,50 % OCTOBRE 2008</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
102,32	300 000 000	300 000 000	102,32
102,30	450 000 000	750 000 000	102,31
102,28	750 000 000	1 500 000 000	102,29
102,26	1 000 000 000	2 500 000 000	102,28
102,24	1 350 000 000	3 850 000 000	102,27
102,22	450 000 000	4 300 000 000	102,26
102,20	100 000 000	4 400 000 000	102,26
102,18	350 000 000	4 750 000 000	102,25
102,16	150 000 000	4 900 000 000	102,25
102,14	100 000 000	5 000 000 000	102,25
102,10	200 000 000	5 200 000 000	102,24
101,90	500 000 000	5 700 000 000	102,21
Prix limite retenu : 102,26 % (taux de rendement : 8,21 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 102,28 % (taux de rendement : 8,21 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 novembre 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	2 350	2 500	150
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	8,63	8,21	- 0,42
– au prix moyen pondéré.....	8,62	8,21	- 0,41

<b>OAT 6 % OCTOBRE 2025</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
72,98	500 000 000	500 000 000	72,98
72,96	1 350 000 000	1 850 000 000	72,97
72,94	650 000 000	2 500 000 000	72,96
72,94	650 000 000	3 150 000 000	72,95
72,92	450 000 000	3 600 000 000	72,95
72,90	550 000 000	4 150 000 000	72,94
72,88	850 000 000	5 000 000 000	72,93
72,86	350 000 000	5 350 000 000	72,93
72,82	100 000 000	5 450 000 000	72,93
72,80	50 000 000	5 500 000 000	72,93
72,78	200 000 000	5 700 000 000	72,92
72,74	100 000 000	5 800 000 000	72,92
72,72	50 000 000	5 850 000 000	72,92
72,70	200 000 000	6 050 000 000	72,91
72,68	200 000 000	6 250 000 000	72,90
72,66	150 000 000	6 400 000 000	72,90
Prix limite retenu : 72,94 % (taux de rendement : 8,50%) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 72,96 % (taux de rendement : 8,50 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 5 janvier 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	2 330	2 500	170
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	8,75	8,50	- 0,25
– au prix moyen pondéré.....	8,75	8,50	- 0,25

*– Résultat global de l'adjudication  
du 3 février 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 2 février 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 1 million de francs pour les offres d'avant séance et 2,716 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 20 750 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 23 467 millions de francs se répartissant comme suit :



	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
	15 750	Avant la séance	Après séance	17 803
OAT 7,50 % avril 2005.....		1	2 052	
OAT 8,50 % octobre 2008.....			332	
OAT 6 % octobre 2025.....			332	
<b>Total .....</b>	<b>20 750</b>	<b>2 717</b>		<b>23 467</b>
Source et réalisation : Banque de France				
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Journal officiel du 20 décembre 1994 –  
Seuils de l'usure applicables à compter du  
1<sup>er</sup> janvier 1995**

COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE			(en pourcentage)
	Taux effectifs pratiqués au 4 <sup>e</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 1995	
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 CONSENTIS 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	
<p><i>Note</i> : Les taux moyens ainsi que la commission de plus fort découvert ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.</p> <p><i>Commissions de plus fort découvert</i> :</p> <p>Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1994 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.</p> <p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>			

COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Taux effectifs pratiqués au 4 <sup>e</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 1995
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
<i>Note</i> : Les taux moyens ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux particuliers effectuée par la Banque de France.  Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études		

### Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 3 FÉVRIER 1995

– Décret n° 95-105 du 31 janvier 1995 modifiant l'article 7 de la loi n° 51-711 du 7 juin 1951 sur l'obligation, la coordination et le secret en matière statistique et le décret n° 84-628 du 17 juillet 1984 relatif au Conseil national de l'information statistique.

JO DU 4 FÉVRIER 1995

– Arrêté du 1<sup>er</sup> février 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de décembre 1994.

JO DU 7 FÉVRIER 1995

– Arrêté du 6 février 1995 fixant les modalités de la privatisation de la Société nationale d'exploitation industrielle des tabacs et allumettes.

– Arrêté du 6 février 1995 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % 16 juillet 1997 remis en paiement des actions de la Société nationale d'exploitation industrielle des tabacs et allumettes cédées par l'État par offre publique de vente du 7 février 1995.

– Avis de la Commission de privatisation du 24 janvier 1995 relatif à la valeur minimum de la Société nationale d'exploitation industrielle des tabacs et allumettes.

JO DU 9 FÉVRIER 1995

– Loi n° 95-125 du 8 février 1995 relative à l'organisation des juridictions et à la procédure civile, pénale et administrative.

– Arrêté du 31 janvier 1995 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 100 francs.

JO DU 18 FÉVRIER 1995

– Arrêté du 17 février 1995 fixant les attributions d'actions de la Société nationale d'exploitation industrielle des tabacs et allumettes aux personnes physiques.

JO DU 25 FÉVRIER 1995

– Arrêté du 31 décembre 1994 portant homologation de règlements du Comité de la réglementation bancaire (rectificatif).

# ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1992<sup>1</sup>

Pour la quatrième année consécutive, la Banque de France (direction de la Balance des paiements) publie l'encours des investissements directs étrangers en France.

*Direction de la Balance des paiements  
Service des Investissements et Placements extérieurs*

■ L'encours des investissements directs étrangers en France s'établissait au 31 décembre 1992 à 551,8 milliards de francs, après avoir progressé de 8,9 % par rapport à fin 1991, soit un ralentissement sensible des opérations d'investissement pour la deuxième année consécutive (+ 14,2 % en 1991 et + 26,7 % en 1990). La contraction des flux d'investissements directs des non-résidents enregistrés au cours de 1993 devrait accentuer cette tendance lors du prochain recensement.

■ 7 097 entreprises résidentes investies par 9 290 investisseurs non résidents ont été retenues pour le calcul du montant du stock compte tenu des données comptables disponibles.

■ Les ventilations géographique et sectorielle des résultats confirment une grande stabilité structurelle de l'encours : plus de 95 % des investissements non résidents proviennent

des pays de l'OCDE et près de 59 % de l'Union européenne. Cinq pays sont à l'origine de plus de 70 % des investissements (Pays-Bas, États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, Suisse).

■ Les principaux secteurs économiques bénéficiaires restent quasiment inchangés d'une fin d'année à l'autre. Les quatre premiers d'entre eux (« holdings », crédit, commerce, chimie) représentent près de 60 % de l'encours total.

■ La concentration des investissements directs étrangers est également à nouveau vérifiée. Les 145 premières entreprises « investies » mobilisent la moitié de l'encours.

<sup>1</sup> Les difficultés de recensement et de contrôle des opérations d'investissement expliquent le retard apporté à cette publication. Les délais seront réduits progressivement à l'avenir.

## 1. Vue d'ensemble et structure géographique

### 1.1. Vue d'ensemble <sup>1</sup>

Au 31 décembre 1992 <sup>2</sup>, l'encours des investissements directs étrangers en France s'établit à 551,8 milliards de francs, après 506,6 milliards à fin 1991 et 443,7 milliards à fin 1990. D'un recensement à l'autre, le rythme de progression de l'encours se ralentit sensiblement (+ 8,9 % à fin 1992, contre + 14,2 % à fin 1991 et + 26,7 % à fin 1990) et tombe en dessous de la moyenne annuelle (+ 16,3 %) constatée depuis la première enquête à fin 1989 (voir annexe 1).

À titre de comparaison, l'encours au 31 décembre 1992 des investissements directs français à l'étranger s'élevait à 774,1 milliards de francs, ce qui correspond à une progression moyenne annuelle de 22,9 % depuis l'établissement de la première enquête à fin 1987.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE				
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1990	31 décembre 1991 (a)	31 décembre 1992	Variation 1992/1991
<b>Capitaux propres</b> .....	<b>404,5</b>	<b>460,8</b>	<b>499,4</b>	<b>8,4</b>
dont : – Secteur industriel et commercial	333,1	388,9	406,5	4,5
– Secteur du crédit .....	62,1	59,8	81,1	35,6
– Secteur des assurances .....	9,3	12,1	11,8	-2,5
<b>Emprunts à long terme de filiales résidentes auprès de maisons mères non résidentes</b> .....	<b>39,2</b>	<b>45,8</b>	<b>52,4</b>	<b>14,4</b>
dont : – Secteur industriel et commercial	29,5	31,5	34,4	9,2
– Secteur du crédit .....	6,6	10,7	14,7	37,4
– Secteur des assurances .....	3,1	3,6	3,3	-8,3
<b>Total</b> .....	<b>443,7</b>	<b>506,6</b>	<b>551,8</b>	<b>8,9</b>
(a) Chiffres révisés				
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33				
Mise à jour le 10 février 1995				

### 1.2. Structure géographique

La structure géographique de l'encours est établie en fonction des pays d'origine des investissements directs de premier rang et ne correspond pas nécessairement à la nationalité de l'entreprise contrôlant effectivement les sociétés résidentes « investies » (voir annexe 4).

<sup>1</sup> L'emploi dans les succursales et filiales d'entreprises étrangères est recensé :  
– par le ministère de l'Industrie (service des Statistiques industrielles) et publié dans une brochure intitulée « L'implantation étrangère dans l'industrie (au 1<sup>er</sup> janvier 1992) » ;  
– par la DATAR « Les décisions d'investissements étrangers en France en ... ».

<sup>2</sup> 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.

Sous cette réserve, la répartition par zones géographiques fait à nouveau apparaître une très grande stabilité de la structure géographique des investissements directs des non-résidents dans les entreprises implantées en France d'une année à l'autre.

Les pays de l'OCDE sont toujours à l'origine de la quasi-totalité de l'encours (95,1 %). La part de l'Union européenne a légèrement progressé (58,8 %, au lieu de 56,0 % à fin 1991) tandis que les parts respectives des autres pays de l'OCDE (22,2 %) et des pays de l'AELE (14,1 %) se sont faiblement contractées entre les deux recensements.

<b>RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE</b> <i>(encours en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
	Au 31 décembre 1991 (a)		Au 31 décembre 1992			
	Encours total	Part du total	Capitaux propres	Prêts et avances	Encours total	Part du total
OCDE.....	485,4	95,8	480,4	44,2	524,6	95,1
Union européenne .....	283,8	56,0	298,6	26,1	324,7	58,8
AELE.....	82,4	16,3	73,8	3,8	77,6	14,1
Autres pays de l'OCDE .....	119,2	23,5	108,0	14,3	122,3	22,2
Pays hors OCDE .....	15,5	3,1	15,0	4,9	19,9	3,6
Pays de l'Europe de l'Est.....	3,8	0,8	2,2	2,6	4,8	0,9
Pays d'Amérique latine.....	1,7	0,3	3,0	0,4	3,4	0,6
Pays du Maghreb .....	1,4	0,3	1,1	0,6	1,7	0,3
Pays de la Zone franc.....	0,8	0,2	1,3	-	1,3	0,2
Reste du monde .....	7,8	1,5	7,4	1,3	8,7	1,6
Indéterminés .....	5,7	1,1	4,0	3,3	7,3	1,3
<b>Total .....</b>	<b>506,6</b>	<b>100,0</b>	<b>499,4</b>	<b>52,4</b>	<b>551,8</b>	<b>100,0</b>
(a) Chiffres révisés						
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33						
Mise à jour le 10 février 1995						

Traditionnellement, cinq pays réalisent à eux seuls plus de 70 % du montant total des investissements non résidents (Allemagne, États-Unis, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suisse) ; les dix premiers pays investisseurs représentent près de 93 % du stock à fin 1992, ce qui montre le degré élevé de concentration des participations de ces quelques pays au capital des entreprises résidentes.

La prépondérance des Pays-Bas s'est à nouveau confirmée (21,7 % de l'encours total) en liaison avec le nombre croissant de sociétés « holdings » immatriculées dans ce pays, certaines étant d'ailleurs d'origine française (par exemple, Alcatel NV). L'importance traditionnelle des États-Unis ne s'est pas démentie, le montant des investissements américains a en effet progressé d'une année à l'autre même si leur part dans l'encours total s'est légèrement réduite (18 % à fin 1992, contre 19,3 % à fin 1991).

Si l'on excepte les Pays-Bas, seuls l'UEBL (+ 39 %) et l'Italie (+ 17 %) ont accru leurs investissements directs en France avec la réalisation de plusieurs opérations conjointes d'envergure concernant notamment le groupe Exor-Perrier, Eridania-Béghin Say, Italcementi France et les Ciments français.

### PRINCIPAUX PAYS D'ORIGINE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

	Au 31 décembre 1990		Au 31 décembre 1991 (a)		Au 31 décembre 1992	
	Montant	Part du total	Montant	Part du total	Montant	Part du total
Pays-Bas .....	83,3	18,8	102,6	20,3	119,9	21,7
États-Unis .....	90,6	20,4	97,5	19,3	99,5	18,0
Royaume-Uni .....	69,3	15,6	61,5	12,1	68,2	12,4
Allemagne .....	41,3	9,3	52,4	10,3	51,5	9,3
Suisse .....	36,1	8,1	50,8	10,0	50,6	9,2
UEBL .....	29,5	6,6	30,7	6,1	42,6	7,7
Italie .....	26,8	6,0	28,6	5,6	33,4	6,1
Suède .....	9,3	2,1	23,5	4,6	21,1	3,8
Japon .....	13,6	3,1	15,8	3,1	18,3	3,3
Espagne .....	4,0	0,9	4,4	0,9	5,8	1,1
Autres pays .....	39,9	9,1	38,8	7,7	40,9	7,4
<b>Total .....</b>	<b>443,7</b>	<b>100,0</b>	<b>506,6</b>	<b>100,0</b>	<b>551,8</b>	<b>100,0</b>

(a) Chiffres révisés

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

Mise à jour le 10 février 1995

### 1.3. Degré de contrôle de l'investissement direct

Au 31 décembre 1992, les participations majoritaires concernaient 75 % des entreprises résidentes recensées et les montants correspondants représentaient 83 % de l'encours total. Cette situation met en évidence une stratégie d'implantation durable en France de la part des sociétés non résidentes.

### RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FONCTION DU POURCENTAGE DÉTENU À FIN 1992

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Part du total	Montant de l'investissement	Part du total
50 à 90 % .....	1 091	15	58,3	10,6
Plus de 90 % .....	4 274	60	399,7	72,4
<b>Sous-total .....</b>		<b>75</b>		<b>83,0</b>
Participations :				
10 à 20 % .....	816	12	30,7	5,6
20 à 50 % .....	916	13	63,1	11,4
<b>Total .....</b>	<b>7 097</b>	<b>100</b>	<b>551,8</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 10 février 1995

## 2. Répartition sectorielle des investissements directs étrangers en France

### 2.1. Une orientation sectorielle stable

À fin 1992, les secteurs privilégiés par les non-résidents restaient les mêmes qu'à fin 1991.

Les « holdings » restent les premiers bénéficiaires des investissements étrangers (121,8 milliards de francs) et leur part (22,1 %) ne cesse de progresser en liaison notamment avec le montant croissant de participations prises par des sociétés holdings néerlandaises.

L'évolution notable de l'encours des investissements dans le secteur du crédit (95,8 milliards de francs, après 70,5 milliards à fin 1991) se rapporte essentiellement aux opérations effectuées au bénéfice d'auxiliaires financiers résidents (Guinness France, Someal, en particulier).

Les résultats par secteur traduisent également la reprise des investissements des non-résidents dans le secteur du matériel électrique et électronique dont le stock, après un fléchissement enregistré en 1991, s'est établi à 23,8 milliards de francs, dépassant ainsi le niveau atteint fin 1990 (20,5 milliards de francs). L'origine de ce mouvement se trouve essentiellement dans la restructuration du groupe Alcatel, le holding Alcatel NV situé aux Pays-Bas réinvestissant dans les entreprises du groupe installées en France.

<b>PRINCIPAUX SECTEURS</b> <b>AYANT FAIT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS</b>				
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1991 (a)		31 décembre 1992	
	Montant	Part du total	Montant	Part du total
Holdings .....	79,2	15,6	121,8	22,1
Crédit.....	70,5	13,9	95,8	17,4
Commerce.....	57,5	11,4	58,5	10,6
Chimie .....	46,7	9,2	45,0	8,2
Alimentation .....	30,0	5,9	28,2	5,1
Énergie (b).....	26,7	5,3	27,9	5,1
Matériel électrique et électronique .....	18,1	3,6	23,8	4,3
Matériel de transport .....	22,3	4,4	19,5	3,5
Assurances (c) .....	15,7	3,1	15,1	2,7
Papier, presse, imprimerie, édition.....	19,5	3,8	15,1	2,7
Autres .....	120,4	23,8	101,1	18,3
<b>Total.....</b>	<b>506,6</b>	<b>100,0</b>	<b>551,8</b>	<b>100,0</b>
(a) Chiffres révisés (b) Le secteur « Énergie » regroupe les secteurs « houille-lignite-pétrole brut et gaz naturel » et « autres sources d'énergie ». (c) Ne figurait pas dans la liste des dix principaux secteurs en 1991.				
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33			Mise à jour le 10 février 1995	

## 2.2. Un positionnement stratégique des entreprises « investies » dans leur secteur d'activité

Depuis le premier recensement, au 31 décembre 1989, a été constatée l'importance stratégique des implantations étrangères en France en considérant la position dominante des entreprises « investies » dans leur secteur.

Secteurs d'activité	Principales entreprises ayant fait l'objet d'investissements étrangers
Holdings .....	Alcatel France, Unilever France, Nestlé France, Cadbury France, Cie française Philips
Énergie.....	Société des Pétroles SHELL, BP France, Esso SAF, Nersa, Eurodif
Minéraux non métalliques .....	Ciments français
Chimie .....	Kodak Pathé, Rhône-Poulenc Rorer, Ciba Geigy
Fonderie.....	Sollac
Machines de bureau et matériel de précision .....	IBM France
Matériel électrique et électronique .....	Alcatel Alsthom, Alcatel Câble, Gec Alsthom
Matériel de transport.....	Renault
Alimentation .....	Eridania-Béghin Say, European Sugars France, Mumm GH
Papier, presse, imprimerie édition.....	Arjo Wiggins, Kayzersberg
Crédit.....	Guinness France, Jacques Rober, Parfinance
Assurances .....	Via Assurances Vie, Allianz Europe France, Allianz Via Iard
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des Paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33	
Mise à jour le 10 février 1995	

## 2.3. Une spécialisation variable selon les pays

L'étude sectorielle des encours successifs d'investissements directs fait apparaître, à travers les croisements des informations sectorielles et géographiques, une spécificité de chacun des pays investisseurs et notamment une spécialisation sectorielle variable selon les pays.

Les *Pays-Bas* sont traditionnellement implantés dans l'industrie par l'intermédiaire des holdings multinationaux (Unilever, Philips, Cadbury, Nestlé, Schlumberger). Les secteurs du matériel électrique et électronique (Alcatel), de l'énergie (Shell), du papier-presse-imprimerie-édition (Kaysersberg) et des assurances (Allianz Europe France, Via-assurances) sont les principaux destinataires des investissements directs néerlandais.

Les *États-Unis* sont particulièrement représentés dans le secteur de l'énergie (Esso SAF, Mobil Oil) et dans l'industrie, plus spécialement dans le secteur des machines de bureau (IBM, Hewlett-Packard), de la chimie (Kodak Pathé, Rhône-Poulenc Rorer, Ayerst International), du caoutchouc (Goodyear), du matériel électrique et électronique (Alcatel-Alsthom) et du textile et habillement (Dim).

Le *Royaume-Uni* continue d'affirmer sa prépondérance dans le domaine du crédit (Barclays Bank, Guinness France, Jacques Rober, Trois I, Abbey National) mais est également présent dans l'énergie (British Petroleum) et dans l'industrie (Arjo Wiggins, Tioxide Europe, Glaxo, Rank Xerox) et dans le commerce (Zeneca, Darty).



L'*Allemagne* concentre ses investissements dans les secteurs industriels en particulier, la fonderie (Sollac, GTS Industries), la chimie (Sté française Hoechst, Henkel France, OCP, Redland Granulats), le matériel de transport (Robert Bosch, GKN Glaenzer Spicer). Toutefois, d'autres participations majeures concernent le secteur de l'énergie (Nersa), le commerce de l'automobile (VAG France, Daimler BENZ France, BMW France) et le secteur du crédit (Banque internationale de placement, Genecal, Banque franco-allemande).

La *Suisse* est principalement implantée dans le secteur alimentaire (Nestlé France, Sopad Nestlé, Buitoni, Eaux minérales de Vittel) et le secteur du crédit (Parfinance, Cie financière SBS France).

Les investissements directs de l'*UEBL* sont essentiellement concentrés dans le secteur du crédit (Parfinance, Cerus, Banque parisienne de crédit, Banque Sudameris, Someal) et dans les holdings (Sté centrale d'investissement, Accor).

L'*Italie*, pour sa part, investit plus particulièrement dans les secteurs de l'énergie (Nersa), de l'alimentation (Eridania-Béghin Say, European Sugars France), des minéraux non métalliques (Ciments français) et le secteur financier (Banque San Paolo, Banque générale du commerce, Worms et Cie).

#### 2.4. Classement par entreprises

La concentration élevée des investissements étrangers sur un nombre limité d'entreprises résidentes demeure une constante d'une année à l'autre.

À fin 1992, les 145 premières entreprises couvrent la moitié des investissements des non-résidents (contre 140 entreprises à fin 1991). L'autre moitié de l'encours se répartit ensuite de façon très atomisée entre les 6 952 entreprises restantes.

En terme d'encours, le recensement fait apparaître le classement suivant.

Entreprises résidentes « investies »	Investisseurs non résidents
Alcatel France Guinness France Sté des Pétroles SHELL Régie nationale des Usines Renault Jacques Rober IBM France Eridania-Béghin Say BP France Alcatel Alsthom Alcatel Câble	Alcatel NV (Pays-Bas) Guinness PLC (Royaume-Uni) Shell Petroleum (Pays-Bas) Volvo AB (Suède) Guinness PLC (Royaume-Uni) IBM Corp. (États-Unis) Finanziara Agroindustriale SPA (Italie) BP Europe (Royaume-Uni) ITT Corp. (États-Unis) Alcatel NV (Pays-Bas)
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33	
Mise à jour le 13 février 1995	

## ANNEXE 1

**ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS  
EN FRANCE  
DE 1989 à 1992**

*(en milliards de francs)*

	Capital	Autres capitaux propres	Total capitaux propres	Prêts et avances	Encours total
31 décembre 1989 .....	137,4	185,4	322,8	27,5	350,3
31 décembre 1990 .....	169,5	234,9	404,4	39,3	443,7
31 décembre 1991 (a) .....	213,3	247,5	460,8	45,8	506,6
31 décembre 1992 .....	238,4	261,0	499,4	52,4	551,8

Pour mémoire :

Montants provisoires des flux nets d'investissements directs étrangers en France recensés en :

– 1993 : 68,8 milliards de francs

– 1994 : 57,1 milliards de francs

(a) Chiffres révisés

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

Mise à jour le 7 février 1995

## ANNEXE 2

# VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1992

*(montant en milliards de francs – part en pourcentage)*

	Capital	Prêts	Total	Part du total
Pays-Bas.....	108,0	11,9	119,9	21,7
États-Unis .....	91,0	8,5	99,5	18,0
Royaume-Uni .....	65,8	2,4	68,2	12,3
Allemagne .....	50,4	1,1	51,5	9,3
Suisse .....	48,5	2,1	50,6	9,2
UEBL .....	34,2	8,4	42,6	7,7
Italie .....	32,0	1,4	33,4	6,0
Suède.....	19,6	1,5	21,1	3,8
Japon .....	13,9	4,4	18,3	3,3
Espagne .....	6,0	(0,2)	5,8	1,1
Canada .....	2,8	1,5	4,3	0,8
Finlande.....	4,1	0,2	4,3	0,8
Ex-URSS.....	1,4	2,2	3,6	0,7
Émirats arabes unis .....	2,2	–	2,2	0,4
Danemark .....	1,5	0,1	1,6	0,3
Portugal .....	0,6	0,9	1,5	0,3
Brésil.....	1,2	–	1,2	0,2
Liban .....	1,2	–	1,2	0,2
Maroc .....	0,7	0,3	1,0	0,2
Panama .....	0,9	–	0,9	0,2
Barbade .....	0,8	–	0,8	0,1
Hong-Kong.....	0,8	–	0,8	0,1
Arabie Saoudite.....	0,8	–	0,8	0,1
Koweït.....	0,7	–	0,7	0,1
Autres pays.....	6,4	2,4	8,8	1,6
Indéterminés .....	4,0	3,3	7,3	1,3
<b>Total.....</b>	<b>499,4</b>	<b>52,4</b>	<b>551,8</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 10 février 1995

Études générales

## ANNEXE 3

# RÉPARTITION PAR SECTEUR D'INVESTISSEMENT DIRECT DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1992

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

Secteurs investisseurs	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Part du total
<b>1. Agriculture .....</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>–</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
<b>2. Énergie .....</b>	<b>9,9</b>	<b>17,7</b>	<b>0,3</b>	<b>27,9</b>	<b>5,0</b>
Houille, Lignite, Pétrole brut, Gaz naturel et Produits raffinés .....	6,5	16,7	0,3	23,5	4,2
Autres sources d'énergie .....	3,4	1,0	–	4,4	0,8
<b>3. Produits manufacturés .....</b>	<b>80,3</b>	<b>109,5</b>	<b>7,2</b>	<b>196,9</b>	<b>35,7</b>
Métaux ferreux et non ferreux .....	–	–	0,1	0,1	–
Minéraux non métalliques .....	3,4	5,5	(0,3)	8,6	1,6
Produits chimiques .....	18,7	23,9	2,4	45,0	8,2
Fonderie et travail des métaux .....	6,6	5,2	–	11,8	2,1
Machines agricoles et industrielles .....	6,2	5,4	1,9	13,5	2,4
Machines de bureau, matériel de précision .....	5,9	7,9	0,8	14,6	2,7
Matériel électrique et électronique .....	9,1	14,7	–	23,8	4,3
Matériel de transport .....	6,3	16,3	(3,1)	19,5	3,5
Alimentation, Boisson, Tabac .....	10,4	14,3	3,5	28,2	5,1
Textile et habillement .....	2,3	3,9	0,3	6,5	1,2
Papier, Presse, Imprimerie, Edition .....	6,6	7,7	0,8	15,1	2,7
Caoutchouc et Matières plastiques .....	3,1	3,7	0,6	7,4	1,3
Autres produits manufacturés .....	1,6	1,0	0,2	2,8	0,5
<b>4. Bâtiment et génie civil .....</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>
<b>5. Services marchands .....</b>	<b>86,3</b>	<b>75,4</b>	<b>32,4</b>	<b>194,0</b>	<b>35,2</b>
Récupération, Réparation, Commerce .....	24,1	25,8	8,6	58,5	10,6
Restauration et hébergement .....	1,1	0,4	1,5	3,0	0,5
Transports intérieurs .....	0,5	(0,2)	0,7	1,0	0,2
Transports maritimes et aériens .....	0,3	–	0,2	0,5	0,1
– Transports maritimes et navigation côtière .....	0,2	–	–	0,2	–
– Transports aériens .....	0,1	–	0,2	0,3	–
Services auxiliaires des transports .....	1,2	0,6	0,1	1,9	0,3
Communications .....	0,3	(0,1)	–	0,2	–
Crédit .....	52,6	28,5	14,7	95,8	17,4
Assurances .....	0,9	10,9	3,3	15,1	2,7
Autres services marchands .....	5,3	9,4	3,3	18,0	3,3
– Médicaux, Culturels, Sociaux .....	1,2	3,3	0,7	5,2	1,0
– Autres .....	4,1	6,1	2,6	12,8	2,3
<b>6. Services non marchands .....</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,6</b>
<b>7. Opérations immobilières .....</b>	<b>3,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>5,2</b>	<b>1,0</b>
<b>8. « Holdings » .....</b>	<b>57,0</b>	<b>55,4</b>	<b>9,4</b>	<b>121,8</b>	<b>22,1</b>
<b>Total .....</b>	<b>238,4</b>	<b>261,0</b>	<b>52,4</b>	<b>551,8</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 10 février 1995

## NOTE MÉTHODOLOGIQUE

L'objet du recensement est d'estimer l'encours des investissements directs détenus en France par les non-résidents.

L'encours est déterminé sur la base de la valeur des fonds propres détenus par des agents non résidents dans des entreprises résidentes et des emprunts de ces dernières auprès de leurs maisons mères. Ne sont retenues que les participations directes de l'étranger dans le capital des sociétés françaises, les participations de second rang — détenues par des filiales françaises d'entreprises étrangères — n'étant pas prises en compte dans ce recensement.

### *1. Définition d'un investissement direct*

On définit l'investissement direct non résident en France comme :

- la détention en France, par une entreprise étrangère, d'une unité ayant une autonomie juridique, ou d'une succursale ;
- la détention d'une proportion significative du capital, donnant à l'investisseur non résident un droit de regard dans la gestion de l'entreprise française investie. Dans la présente estimation, a été considérée comme investissement direct toute participation égale ou supérieure à 10 %, conformément au critère de classement appliqué par le plan comptable. En dessous de ce seuil, on ne s'interdit pas de considérer qu'une participation a ce caractère d'investissement direct dès lors qu'existent des liens durables, d'ordre économique et commercial, avec la société émettrice ;
- les prêts et avances à long terme consenties par l'investisseur à la société investie dès lors qu'un lien de maison mère à filiale est établi entre eux. On précisera que les prêts des filiales résidentes à leurs maisons mères étrangères 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 étrangères est limité à celles détenues directement par des agents non résidents et le stock est mesuré par la valeur comptable de la part du capital et des réserves (hors provisions) détenue dans la société 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 de l'étranger. Les participations détenues indirectement par le réseau des filiales directes n'entrent donc pas dans le calcul de l'encours.

– La ventilation géographique des investisseurs non résidents reflète uniquement les lieux d'implantation des entités non résidentes détentrices des titres. Elle ne correspond pas nécessairement au lieu de contrôle effectif de la société résidente. Ainsi, une entreprise japonaise peut contrôler une entreprise française par l'intermédiaire d'une filiale établie, par exemple, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas ou au Luxembourg.

– Pour ce qui concerne l'évaluation des encours, 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 qui permette des comparaisons internationales.

## 2.2. Population visée

### 2.2.1. Entreprises résidentes investies

Il s'agit des entreprises considérées comme résidentes, c'est-à-dire dont le siège est situé :

- en France métropolitaine,
- dans la Principauté de Monaco,
- dans les départements d'outre-mer (Guyane, Martinique, Guadeloupe, Réunion),
- dans les territoires d'outre-mer (Polynésie française, Nouvelle-Calédonie et dépendances, Îles Wallis et Futuna).
- dans les collectivités territoriales de Mayotte et de Saint-Pierre et Miquelon.

Elles appartiennent à l'une des trois catégories ci-après :

- entreprises industrielles et commerciales,
- établissements de crédit,
- compagnies d'assurance.

Au total, 7 097 sociétés résidentes contrôlées par 9 290 entreprises étrangères ont été recensées au 31 décembre 1992.

### 2.2.2. Investisseurs non résidents

Est considérée comme investisseur étranger toute personne physique ou toute entité juridique (société, organisme public, État) non résidente contrôlant une entreprise résidente ou disposant d'une participation significative dans son capital social (en principe au moins 10 %).

POPULATION RECENSÉE		
	Entreprises résidentes « investies »	Investisseurs non résidents
au 31 décembre 1992.....	7 097	9 290
au 31 décembre 1991.....	7 628	9 075
au 31 décembre 1990.....	6 748	9 287
au 31 décembre 1989.....	5 497	8 351
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33		
Mise à jour le 13 février 1995		

### 2.3. Sources d'information

Le recensement repose, en premier lieu, sur la connaissance de la répartition du capital des sociétés résidentes, afin d'identifier les participations de non-résidents ; l'information provient de trois sources :

- la Banque de France (direction des Entreprises, direction des Établissements de crédit, direction de la Balance des paiements),
- le ministère de l'Économie (direction du Trésor),
- l'INSEE (département des Répertoires et Statistiques d'entreprises).

Il dépend, en second lieu, de la connaissance des données comptables (bilan, compte de résultat, compte d'affectation du résultat) des entreprises identifiées comme faisant l'objet d'un investissement direct étranger. La source d'information est différente selon les trois secteurs d'activité dans l'étude :

- secteur industriel et commercial : Banque de France (direction des Entreprises),
- secteur bancaire : Secrétariat général de la Commission bancaire,
- secteur des assurances : ministère de l'Économie.

### 2.4. Modalités d'établissement

#### 2.4.1. Calcul de l'encours

Pour chaque participation étrangère dans le capital d'une entreprise française, le montant de l'investissement est calculé de la façon suivante :

- Capitaux propres de l'entreprise résidente après affectation du résultat
- x Quote-part détenue par l'investisseur non résident
- + Prêts et avances à plus d'un an consentis par l'investisseur non résident.

En ce qui concerne les entreprises du secteur bancaire et financier, ne sont pris en compte que les prêts participatifs des non-résidents. Les autres prêts, à court ou long terme, éventuellement accordés par l'investisseur étranger sont considérés comme relevant de l'activité bancaire normale.

Par ailleurs, il n'existe pas actuellement de possibilité de recenser avec précision l'encours des prêts de maisons mères non résidentes à leurs filiales françaises des secteurs de l'industrie et du commerce.

Aussi, a-t-on procédé à une évaluation sur la base du cumul des flux de cette nature recensés en balance des paiements au cours des cinq dernières années : 40,4 milliards de francs.

En revanche, on connaît avec précision l'encours des prêts des maisons mères étrangères à leurs filiales bancaires et financières en France (emprunts participatifs auprès de non-résidents indiqués dans les situations comptables de ces établissements : 9,7 milliards de francs) et celui des prêts des sociétés d'assurance étrangères à leurs agences en France (compte avec le siège social : 3,3 milliards de francs).

#### *2.4.2. Corrections statistiques*

Au total 6 329 entreprises ont été prises en compte dans le calcul de l'encours, pour un stock de capitaux propres de 499,4 milliards de francs.

À ce montant, a été ajouté le total des flux d'investissements directs réalisés au cours des cinq dernières années par 768 entreprises du secteur industriel et commercial, qui font l'objet de participations de non-résidents clairement identifiées mais pour lesquelles on ne dispose pas de données comptables. Cette correction par les flux s'élève à 49,2 milliards de francs.

### ***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.

– 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.



# POSITION-TITRES DE LA FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1993

Élément-clé de la position extérieure de la France, la position-titres (hors investissements directs) résulte d'une enquête annuelle sur l'encours des investissements de portefeuille entre la France et l'étranger, conduite pour la cinquième année consécutive.

MARC SCHWEITZER

*Direction de la Balance des paiements  
Service des Investissements et Placements extérieurs*

■ La position-titres débitrice de la France vis-à-vis de l'étranger s'inscrivait, au 31 décembre 1993, à 1 376,3 milliards de francs, contre 1 097,9 milliards un an plus tôt.

■ Le portefeuille des résidents en titres étrangers a atteint 782,2 milliards de francs à fin décembre 1993, dont 59 % sous forme d'obligations, 35 % d'actions et 6 % de titres d'OPCVM. Au sein des obligations, la part des titres allemands est désormais équivalente à celle des titres américains.

■ Le portefeuille d'obligations étrangères détenu par les résidents porte majoritairement sur des titres en devises (76,7 %) et à hauteur de 23,3 % sur des titres en francs et en eurofrancs.

■ Les non-résidents détenaient quant à eux 2 158,5 milliards de francs de titres français, dont 1 547,7 milliards de bons du Trésor et

d'obligations. Le ratio de détention par les non-résidents de titres de la dette négociable de l'État s'est inscrit à 32,3 % à fin 1993.

■ La comparaison des encours à fin 1993 et de ceux à fin 1992 doit tenir compte de l'impact de la valorisation, qui a particulièrement joué en 1993 compte tenu de la hausse des cours. Ceci explique l'écart avec les flux enregistrés en balance des paiements.

■ Compte tenu de la poursuite des acquisitions par les résidents de titres étrangers et des dégagements opérés par les non-résidents sur leur portefeuille de titres français en 1994, la position-titres débitrice devrait légèrement s'être réduite au 31 décembre 1994. En particulier, le ratio de détention par les non-résidents de titres de la dette publique devrait s'inscrire aux alentours de 20 %.

Dans le cadre de l'élaboration de la position extérieure, et parallèlement aux enquêtes annuelles sur les encours d'investissements directs, l'établissement de la position-titres de la France résulte de l'enquête annuelle sur l'encours des investissements de portefeuille entre la France et l'étranger (à l'exclusion des titres représentatifs d'investissements directs), effectuée pour la cinquième année consécutive. Compte tenu des délais de collecte et de traitement, les résultats présentés ci-après portent sur les encours au 31 décembre 1993, valorisés aux cours prévalant à cette date.

Au 31 décembre 1993, la position-titres débitrice de la France s'inscrivait à 1 376,3 milliards de francs, contre 1 097,9 milliards un an plus tôt. Le portefeuille des résidents en valeurs étrangères s'établissait à 782,2 milliards de francs (après 534,3 milliards), tandis que le portefeuille des non-résidents en titres français atteignait 2 158,5 milliards de francs, après 1 632,2 milliards.

POSITION-TITRES DE LA FRANCE VIS-À-VIS DE L'EXTÉRIEUR						
Résultats globaux						
<i>(en milliards de francs)</i>						
	Valeurs étrangères détenues par les résidents		Valeurs françaises détenues par les non-résidents		Position nette	
	31 décembre 1992	31 décembre 1993	31 décembre 1992 (a)	31 décembre 1993	31 décembre 1992 (a)	31 décembre 1993
Actions .....	198,7	270,5	- 366,3	- 573,6	- 167,6	- 301,1
Obligations et bons du Trésor .....	295,1	461,9	- 1 239,1	- 1 547,7	- 944,0	- 1 085,8
Titres d'OPCVM .....	40,5	49,8	- 26,8	- 37,2	13,7	12,6
<b>Total .....</b>	<b>534,3</b>	<b>782,2</b>	<b>- 1 632,2</b>	<b>- 2 158,5</b>	<b>- 1 097,9</b>	<b>- 1 376,3</b>
(a) Chiffres révisés						
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10						
Mise à jour le 16 février 1995						

La progression relative de l'actif titres (+ 46,4 %) a donc été plus importante que celle du passif titres (+ 32,2 %), mais, compte tenu des niveaux de départ, la position débitrice nette s'est accentuée.

La décomposition par instrument de la position-titres montre que, d'une année à l'autre :

– le solde négatif demeure largement concentré sur le compartiment des bons du Trésor et des obligations,

– le solde négatif sur le portefeuille des actions s'est fortement creusé du fait de l'attraction exercée auprès des non-résidents par les actions françaises,

– la position créditrice nette des résidents sur les titres d'OPCVM demeure stable, à un niveau très faible.

Ces évolutions sont intervenues dans un contexte international marqué par la détente des taux d'intérêt à long terme et une vive progression des indices boursiers, en dépit des perturbations sur les marchés de change. L'indice CAC 40 a ainsi enregistré une hausse de près de 22 % d'une fin d'année à l'autre.

## 1. Portefeuille des résidents en valeurs étrangères

### 1.1. Vue d'ensemble

Le portefeuille français en valeurs étrangères s'établissait à 782,2 milliards de francs à la fin de 1993, contre 534,3 milliards un an auparavant <sup>1</sup>.

Cette progression a essentiellement concerné les obligations et les bons du Trésor étrangers (de 295,1 milliards de francs à 461,9 milliards de francs, soit + 57 %). L'encours de titres d'OPCVM étrangers détenus par les résidents a quelque peu augmenté pour s'établir à 49,8 milliards de francs (+ 23 %) et le portefeuille d'actions étrangères a lui aussi sensiblement progressé (270,5 milliards de francs, au lieu de 198,7 milliards de francs, soit + 36,1 %).

La ventilation du portefeuille des résidents par catégorie de titres étrangers a peu varié d'une année à l'autre, la part des actions a continué de diminuer (34,6 %, au lieu de 37 % en 1992, après 41 % en 1991) au profit des obligations (59 %, contre 55 %). La part des titres d'OPCVM s'est inscrite à 6,4 % (contre 8,0 %).

<b>VENTILATION DU PORTEFEUILLE DES RÉSIDENTS EN TITRES ÉTRANGERS PAR INSTRUMENT</b>			
	<i>(en pourcentage)</i>		
	31 décembre 1991	31 décembre 1992	31 décembre 1993
Actions .....	41	37	34,6
Obligations et bons du Trésor .....	51	55	59,0
Titres d'OPCVM .....	8	8	6,4
<b>Total.....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10			
			Mise à jour le 16 février 1995

La répartition des titres étrangers détenus par les non-résidents montre que les valeurs étrangères par devise du nominal détenues sont libellées pour l'essentiel en devises (83,6 % du total), la part du franc et de l'eurofranc (16,4 % du total) concernant principalement le portefeuille obligataire.

#### 1.1.1. Les secteurs émetteurs des titres étrangers détenus par les résidents

La progression du portefeuille français en valeurs étrangères a continué à porter en 1993 sur les valeurs émises par les secteurs officiels étrangers (347,1 milliards de francs, au lieu de 197,1 milliards à la fin de 1992).

Le montant des titres émis par les secteurs privé non bancaire et bancaire étrangers a augmenté moins rapidement (435,1 milliards de francs, après 337,2 milliards un an auparavant). La part de ces titres dans le portefeuille français demeure majoritaire mais elle a encore fléchi d'une fin d'année à l'autre (55,6 % du portefeuille contre 63,1 %).

<sup>1</sup> Le chiffre de 1992 ayant été légèrement révisé (534,3 milliards de francs, au lieu de 529,1 milliards de francs).

## RÉPARTITION PAR SECTEUR ÉMETTEUR DES TITRES ÉTRANGERS DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

Secteurs émetteurs étrangers	31 décembre 1991		31 décembre 1992		31 décembre 1993	
	Montant	Part du total	Montant	Part du total	Montant	Part du total
Privé non bancaire .....	296,9	62,4	300,5	56,2	382,6	48,9
Bancaire .....	33,6	7,1	36,7	6,9	52,5	6,7
Officiel .....	145,2	30,5	197,1	36,9	347,1	44,4
<b>Total .....</b>	<b>475,7</b>	<b>100,0</b>	<b>534,3</b>	<b>100,0</b>	<b>782,2</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10						
						Mise à jour le 16 février 1995

### 1.1.2. Les pays étrangers émetteurs

Logiquement, et en liaison avec la part de ces pays dans les flux de capitaux internationaux, le portefeuille des résidents en valeurs étrangères est très fortement concentré sur les titres émis par les pays de l'OCDE (81,3 % du total, dont 51,2 % du total sur les titres émis par les pays et organismes de l'Union européenne), comme le montre le tableau ci-après.

La ventilation géographique détaillée montre deux tendances notables dans l'évolution de l'importance respective des différents pays émetteurs :

- la part des titres émis aux États-Unis, qui était de 19,1 % en 1992, a fléchi, s'établissant à 14,6 % à fin 1993 ;

- un mouvement symétrique, mais de sens inverse, a été observé pour les titres allemands, dont la part est passée de 9,4 % à 15,6 %.

<b>RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES TITRES ÉTRANGERS DÉTENUS PAR LES RÉSIDENTS</b>				
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1991	31 décembre 1992	31 décembre 1993	
			montant	Part du total
<b>– OCDE .....</b>	<b>387,5</b>	<b>423,8</b>	<b>635,6</b>	<b>81,3</b>
– Union européenne .....	227,9	232,7	401,1	51,2
dont : Allemagne .....	39,2	49,7	122,5	15,6
Royaume-Uni .....	36,8	30,2	50,0	6,4
Italie .....	35,7	43,7	50,1	6,4
Espagne .....	19,4	16,9	45,1	5,7
Pays-Bas .....	34,8	32,6	46,0	5,8
UEBL .....	54,5	53,1	70,3	9,0
– États-Unis .....	79,5	100,9	114,3	14,6
– Japon .....	37,6	29,5	36,8	4,7
– Canada .....	11,4	14,0	18,9	2,4
– Suisse .....	15,8	21,8	29,1	3,7
Ventilations complémentaires				
<b>– Pays hors OCDE .....</b>	<b>61,5</b>	<b>79,4</b>	<b>101,7</b>	<b>13,0</b>
dont : Antilles néerlandaises .....	18,0	19,9	23,0	2,9
Mexique .....	16,6	21,6	25,7	3,2
Caïmanes (Îles) .....	7,1	13,7	15,7	2,0
<b>– Organismes internationaux de l'Union européenne .....</b>	<b>21,5</b>	<b>22,3</b>	<b>35,4</b>	<b>4,5</b>
dont : BEL .....	18,6	20,1	31,0	3,9
<b>– Organismes internationaux hors Union européenne .....</b>	<b>5,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>1,2</b>
<b>Total .....</b>	<b>475,7</b>	<b>534,3</b>	<b>782,2</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10				
Mise à jour le 16 février 1995				

La répartition par instrument varie selon les pays émetteurs :

– la majorité du portefeuille de titres italiens (86,9 %), allemands (77,2 %) et américains (59,7 %) est détenue sous forme d'obligations ou de bons du Trésor ;

– l'essentiel du portefeuille de titres japonais (68,0 %) et néerlandais (58,2 %) est détenu sous forme d'actions ;

– enfin, comme les années précédentes, le portefeuille de titres de l'UEBL est essentiellement constitué par des titres d'OPCVM (55,4 %) dont nombre d'entre eux, parmi les plus importants, sont gérés par des filiales ou succursales de banques résidentes.

### RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES ÉTRANGERS ÉMIS PAR LES DIX PREMIERS PAYS OU ORGANISMES INTERNATIONAUX ET PAR NATURE DE TITRES AU 31 DÉCEMBRE 1993

	Actions	Obligations et bons du Trésor	Titres d'OPCVM	Total du portefeuille
	en pourcentage du total du portefeuille sur le pays émetteur			en milliards de francs
1. Allemagne .....	22,6	77,2	0,2	122,5
2. États-Unis .....	40,2	59,7	0,1	114,3
3. UEBL .....	22,9	21,7	55,4	70,3
4. Italie .....	13,1	86,9	—	50,1
5. Royaume-Uni .....	44,9	47,0	8,1	50,0
6. Pays-Bas .....	58,2	41,8	—	46,0
7. Espagne .....	10,6	89,4	—	45,1
8. Japon .....	68,0	32,0	—	36,8
9. BEI .....	—	100,0	—	31,0
10. Suisse .....	86,7	13,1	0,2	29,1
<b>Total des dix pays cités ci-dessus .....</b>				<b>595,2</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10				
Mise à jour le 16 février 1995				

#### 1.1.3. Catégories de détenteurs résidents

### RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES ÉTRANGERS PAR CATÉGORIE DE DÉTENTEURS RÉSIDENTS

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

	31 décembre 1991		31 décembre 1992		31 décembre 1993	
	Montant	Part du total	Montant	Part du total	Montant	Part du total
<b>Agents non financiers .....</b>	<b>180,7</b>	<b>38,0</b>	<b>186,8</b>	<b>35,0</b>	<b>234,9</b>	<b>30,0</b>
– Ménages .....	88,8	18,7	85,3	16,0	96,0	12,3
– Sociétés .....	30,2	6,4	36,9	6,9	48,2	6,1
– Assurances et caisses de retraite .....	39,5	8,3	36,8	6,9	60,7	7,8
– Autres détenteurs .....	22,2	4,6	27,8	5,2	30,0	3,8
<b>Agents financiers .....</b>	<b>295,0</b>	<b>62,0</b>	<b>347,5</b>	<b>65,0</b>	<b>547,3</b>	<b>70,0</b>
– Banques (portefeuille propre) .....	183,9	38,7	225,8	42,3	358,7	45,9
– Autres intermédiaires financiers .....	17,3	3,6	23,6	4,4	32,9	4,2
– OPCVM .....	93,8	19,7	98,1	18,3	155,7	19,9
<b>Total .....</b>	<b>475,7</b>	<b>100,0</b>	<b>534,3</b>	<b>100,0</b>	<b>782,2</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10						
Mise à jour le 16 février 1995						

### 1.2. Actions étrangères détenues par les résidents

Au 31 décembre 1993, le portefeuille d'actions étrangères détenues par les résidents s'élevait à 270,5 milliards de francs, contre 198,7 milliards de francs un an plus tôt (progressant de 72 milliards, soit + 36,1 %).

Cette progression importante de l'encours contraste avec les mouvements enregistrés en balance des paiements où les flux d'acquisitions nettes ont été limités à 14,5 milliards de francs. Cette divergence d'évolution est imputable au mode de valorisation (à la date d'arrêté du stock) dans le contexte de forte hausse des cours boursiers en 1993.

PRINCIPAUX INDICATEURS AU 31 DÉCEMBRE 1993	
Variations des indices boursiers du 31 décembre 1992 au 31 décembre 1993 <i>(en pourcentage)</i>	Variations des cours de change contre franc du 31 décembre 1992 au 31 décembre 1993 <i>(en pourcentage)</i>
États-Unis (Dow Jones) ..... 13,7	Dollar ..... 6,7
Royaume-Uni (FT 100) ..... 20,1	Livre sterling ..... 4,3
Allemagne (Dax) ..... 46,7	Deutschemark ..... 0,3
Pays-Bas (Amsterdam) ..... 40,8	Florin ..... 0,1
Italie (Milan) ..... 35,6	Lire ..... 8,1
Japon (Nikkei) ..... 2,4	Yen ..... 19,0
Espagne (Madrid SE) ..... 50,6	Peseta ..... 14,6
France (CAC 40) ..... 22,1	
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10 Mise à jour le 16 février 1995	

#### 1.2.1. Secteurs étrangers émetteurs

La ventilation du portefeuille des actions étrangères par secteur émetteur montre la prédominance très forte des titres émis par le secteur privé non bancaire (93,1 % du total).

RÉPARTITION DES ACTIONS ÉTRANGÈRES PAR SECTEUR ÉMETTEUR								
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>								
Secteur émetteur non résident	31 décembre 1991		31 décembre 1992		31 décembre 1993			
	Montant	Part du total	Montant	Part du total	Montant du portefeuille propre des banques	Montant du portefeuille propre des banques	Montant	Part du total
Privé non bancaire .....	182,9	93,6	184,3	92,8	35,6	216,9	252,5	93,4
Bancaire .....	11,8	6,0	13,8	6,9	3,8	13,0	16,8	6,2
Officiel .....	0,7	0,4	0,6	0,3	0,5	0,7	1,2	0,4
<b>Total .....</b>	<b>195,4</b>	<b>100,0</b>	<b>198,7</b>	<b>100,0</b>	<b>39,9</b>	<b>230,6</b>	<b>270,5</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10 Mise à jour le 16 février 1995								

### 1.2.2. Principales actions étrangères détenues par les résidents

La concentration du portefeuille en actions étrangères demeure significative, les actions de dix sociétés composant 21,8 % du portefeuille.

Au rang de ces sociétés, on trouve une entreprise néerlandaise (Royal Dutch), une entreprise mexicaine (Telefonos de Mexico), des entreprises américaines (General Electric), allemandes (Deutsche Bank, Siemens), suisses (Nestlé, Roche Holding) et des sociétés dont le siège social est aux Antilles néerlandaises (Schlumberger, Rorento).

Principaux pays émetteurs des actions étrangères détenues par les résidents	Principales sociétés dont les actions sont détenues par les résidents sur chacun des dix premiers pays émetteurs étrangers
1. États-Unis.....	Philip Morris, General Electric, Rhône-Poulenc Rorer
2. Allemagne.....	Deutsche Bank, Siemens, Bayer
3. Pays-Bas.....	Royal Dutch, Unilever, Robeco
4. Suisse.....	Nestlé, Roche holding, Financière Michelin
5. Japon.....	Ito Yokado, Hitachi, Sony
6. Royaume-Uni.....	Transatlantic holding, HSBC holding, Sema group
7. UEBL.....	Audiofima, Petrofina, Groupe Bruxelles-Lambert
8. Mexique.....	Telefonos de Mexico
9. Antilles néerlandaises.....	Schlumberger, Rorento, Haussman holdings
10. Italie.....	Assicuratrice Industriale, Premafin finanziarie, Assicurazioni general
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10 Mise à jour le 16 février 1995	

### 1.2.3. Pays étrangers émetteurs

La prépondérance des titres émis sur des pays de l'OCDE se vérifie à nouveau à fin 1993 (81,2 % du total). Les États-Unis demeurent le premier pays émetteur (17,0 %).

Comme le montre le tableau suivant, l'importance respective des différents pays d'émission s'est sensiblement modifiée :

- la part des pays de l'Union européenne s'est à nouveau infléchie (39,6 %, au lieu de 41,6 % à fin 1992) ;
- la part des actions américaines (17,0 %, après 19,7 %) continue de légèrement décliner ;
- l'Allemagne (10,2 %), les Pays-Bas (9,9 %), la Suisse (9,3 %) et le Japon (9,2 %) occupent une place comparable.



<b>RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIONS ÉTRANGÈRES</b>				
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1991	31 décembre 1992	31 décembre 1993	
			Montant	Part du total
<b>– OCDE .....</b>	<b>168,5</b>	<b>163,2</b>	<b>219,8</b>	<b>81,2</b>
– Union européenne .....	83,4	80,5	107,3	39,6
dont : Allemagne.....	15,6	14,5	27,7	10,2
Royaume-Uni.....	19,5	18,8	22,4	8,2
Italie.....	6,9	6,1	6,6	2,4
Espagne .....	6,4	4,7	4,8	1,7
Pays-Bas.....	21,1	20,3	26,8	9,9
UEBL .....	12,3	13,3	16,1	5,9
– États-Unis .....	44,1	38,2	46,0	17,0
– Japon.....	18,3	15,6	25,0	9,2
– Canada.....	5,3	5,2	8,5	3,1
– Suisse.....	12,3	18,7	25,2	9,3
Ventilations complémentaires				
<b>– Pays hors OCDE.....</b>	<b>26,1</b>	<b>34,8</b>	<b>50,7</b>	<b>18,3</b>
dont : Antilles néerlandaises.....	10,2	10,2	10,7	3,9
Mexique.....	2,6	8,9	11,3	4,1
<b>– Organismes internationaux autres que ceux de l'Union européenne.....</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>
<b>Total.....</b>	<b>195,4</b>	<b>198,7</b>	<b>270,5</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10			Mise à jour le 16 février 1995	

#### 1.2.4. Catégories de détenteurs résidents

Les OPCVM deviennent les premiers détenteurs (27,5 %), devant les ménages (26,6 %), dont la part décroît au profit des banques (14,8 %). La part du portefeuille d'actions étrangères détenue par les agents non financiers (53,4 %) et par les OPCVM (27,5 %) s'inscrit à 80,9 %.

## RÉPARTITION DES ACTIONS ÉTRANGÈRES PAR CATÉGORIE DE DÉTENTEURS RÉSIDENTS

*(montant en milliards de francs – part en pourcentage)*

	31 décembre 1991		31 décembre 1992		31 décembre 1993	
	Montant	Part du total	Montant	Part du total	Montant	Part du total
<b>Agents non financiers.....</b>	<b>116,9</b>	<b>59,9</b>	<b>122,7</b>	<b>61,8</b>	<b>144,4</b>	<b>53,4</b>
– Ménages .....	65,6	33,6	63,4	31,9	71,9	26,6
– Sociétés.....	21,5	11,0	30,5	15,4	36,6	13,5
– Assurances et caisses de retraite .....	17,5	9,0	14,8	7,5	18,0	6,7
– Autres détenteurs .....	12,3	6,3	14,0	7,0	17,9	6,6
<b>Agents financiers.....</b>	<b>78,5</b>	<b>40,1</b>	<b>76,0</b>	<b>38,2</b>	<b>126,1</b>	<b>46,6</b>
– Banques (portefeuille propre) .....	9,7	5,0	11,6	5,8	39,9	14,8
– Autres intermédiaires financiers .....	10,5	5,3	9,2	4,6	11,7	4,3
– OPCVM.....	58,3	29,8	55,2	27,8	74,5	27,5
<b>Total .....</b>	<b>195,4</b>	<b>100,0</b>	<b>198,7</b>	<b>100,0</b>	<b>270,5</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10 <span style="float: right;">Mise à jour le 16 février 1995</span>						

### 1.3. Obligations (tous secteurs émetteurs) et bons du Trésor étrangers détenus par les résidents

D'une fin d'année à l'autre, le portefeuille d'obligations (tous secteurs émetteurs) et de bons du Trésor étrangers a enregistré une hausse très sensible (56,5 %), passant de 295,1 milliards de francs à 461,9 milliards de francs. Cette progression de 166,8 milliards de francs incorpore un effet de valorisation qui a particulièrement joué en 1993.

#### 1.3.1. Secteurs étrangers émetteurs

L'augmentation de l'encours obligataire (+ 166,8 milliards de francs) a principalement concerné les titres émis par les secteurs officiels étrangers (345,9 milliards de francs, après 196,4 milliards à fin 1992), leur part relative passant de 66,5 % à 74,9 %. La détention de titres émis par le secteur bancaire est passée de 22,9 milliards de francs à 35,6 milliards, l'encours de titres émis par le secteur privé ayant peu varié (80,4 milliards de francs, contre 75,8 milliards). Au total, la part relative des titres des secteurs privé et bancaire s'est encore infléchie (25,1 % du total, au lieu de 33,4 % un an auparavant).

La concentration du portefeuille obligataire est difficilement comparable à celle du portefeuille d'actions, car elle se rapporte à des émissions et non à des émetteurs. À fin 1993, les dix premiers d'entre eux constituaient 13,3 % de l'encours total et les 25 premiers 23,5 %.

OBLIGATIONS ET BONS DU TRÉSOR ÉTRANGERS PAR SECTEUR ÉMETTEUR						
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
Secteur émetteur non résident	31 décembre 1991	31 décembre 1992	31 décembre 1993			
	Montant (a)	Montant (a)	Portefeuille propre des banques	Portefeuille clientèle résidente	Montant (a)	Part du total
Privé non bancaire .....	77,6	75,8	46,3	34,1	80,4	17,4
Bancaire.....	21,9	22,9	24,7	10,9	35,6	7,7
Officiel.....	144,4	196,4	234,5	111,4	345,9	74,9
<b>Total.....</b>	<b>243,9</b>	<b>295,1</b>	<b>305,5</b>	<b>156,4</b>	<b>461,9</b>	<b>100,0</b>
(a) Portefeuille propre des banques et portefeuille de la clientèle résidente						
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10						
Mise à jour le 16 février 1995						

### 1.3.2. Pays ou organismes émetteurs non-résidents

54 % des titres détenus étaient émis par cinq pays ou organismes émetteurs.

	<i>(en pourcentage)</i>		
	31 décembre 1991	31 décembre 1992	31 décembre 1992
1. Allemagne .....	9,6	11,9	20,5
2. États-Unis.....	14,5	21,2	14,8
3. Italie .....	11,8	12,7	9,4
4. BEI.....	7,6	6,8	6,7
5. Japon .....	7,9	4,7	2,6
6. Autres pays.....	48,6	42,7	46,0
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10			
Mise à jour le 16 février 1995			

Le phénomène le plus notable sur la période a été l'accroissement du portefeuille de valeurs allemandes (94,5 milliards de francs, contre 35,0 milliards de francs).

Contrairement à l'année précédente, la part des États-Unis dans le portefeuille obligataire résident a accusé une diminution (14,8 %, au lieu de 21,2 %) se retrouvant ainsi à son niveau de fin 1991. L'encours détenu a toutefois enregistré une légère progression (de 62,7 milliards de francs à 68,2 milliards).

Il convient également de signaler la progression enregistrée par les portefeuilles de titres britanniques (de 10,3 milliards de francs à 23,5 milliards).

**PRINCIPAUX PAYS ÉMETTEURS DES OBLIGATIONS  
(TOUS SECTEURS ÉMETTEURS)  
ET BONS DU TRÉSOR ÉTRANGERS DÉTENUS PAR LES RÉSIDENTS**

*(montant en milliards de francs – part en pourcentage)*

	31 décembre 1991	31 décembre 1992	31 décembre 1993	
			Montant	Part du total
<b>– OCDE .....</b>	<b>182,9</b>	<b>226,0</b>	<b>372,1</b>	<b>80,5</b>
– Union européenne .....	108,7	117,8	250,4	54,2
dont : Allemagne .....	23,5	35,0	94,5	20,5
Royaume-Uni .....	16,4	10,3	23,5	5,1
Italie .....	28,8	37,6	43,5	9,4
Espagne .....	12,9	12,2	40,3	8,7
Pays-Bas .....	13,7	12,3	19,2	4,2
UEBL .....	7,7	6,4	15,2	3,3
– États-Unis .....	35,3	62,7	68,2	14,8
– Japon .....	19,2	13,9	11,8	2,6
– Canada .....	6,1	8,8	10,4	2,3
– Suisse .....	3,5	3,1	3,8	0,8
Ventilations complémentaires				
<b>– Pays hors OCDE .....</b>	<b>35,1</b>	<b>38,7</b>	<b>46,1</b>	<b>10,0</b>
dont : Antilles néerlandaises .....	7,7	9,7	12,3	2,7
Caïmanes (îles) .....	6,1	7,3	8,4	1,8
Mexique .....	14,0	12,7	14,3	3,1
<b>– Organismes internationaux de l'Union européenne .....</b>	<b>21,4</b>	<b>22,3</b>	<b>35,4</b>	<b>7,7</b>
dont : BEI .....	18,6	20,1	31,0	6,7
<b>– Organismes internationaux hors Union européenne .....</b>	<b>4,5</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</b>	<b>1,8</b>
<b>Total .....</b>	<b>243,9</b>	<b>295,1</b>	<b>461,9</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10				
Mise à jour le 16 février 1995				

**1.3.3. Monnaie du nominal et marché d'émission***Monnaie du nominal*

La répartition par monnaie est restée stable : au 31 décembre 1993, 76,7 % des obligations et bons du Trésor étrangers détenus par les résidents étaient libellés en devises et 23,3 % en francs et en eurofrancs.

MONNAIE DU NOMINAL ET MARCHÉ D'ÉMISSION DES OBLIGATIONS (TOUS SECTEURS ÉMETTEURS) ET DES BONS DU TRÉSOR ÉTRANGERS DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS				
	Type de marché		Total	
	Intérieur	International	en milliards de francs	en pourcentage
	en milliards de francs			
31 décembre 1991				
Devises.....	96,3	94,6	190,9	78,3
Eurofrancs et francs .....	10,5	42,5	53,0	21,7
<b>Total.....</b>	<b>106,8</b>	<b>137,1</b>	<b>243,9</b>	<b>100,0</b>
31 décembre 1992				
Devises.....	126,3	100,3	226,6	76,8
Eurofrancs et francs .....	9,5	59,0	68,5	23,2
<b>Total.....</b>	<b>135,8</b>	<b>159,3</b>	<b>295,1</b>	<b>100,0</b>
31 décembre 1993				
Devises.....	235,1	119,0	354,1	76,7
Eurofrancs et francs .....	16,1	91,7	107,8	23,3
<b>Total.....</b>	<b>251,2</b>	<b>210,7</b>	<b>461,9</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 52 10				
Mise à jour le 16 février 1995				

Les obligations libellées dans les quatre principales devises forment à elles seules 68,1 % du total (franc et eurofranc : 23,3 % ; deutchemark : 21,6 % ; dollar des États-Unis : 17,0 % ; écu : 6,2 %).

Par rapport à 1992, un mouvement de bascule significatif a toutefois été observé entre les titres en dollars et les titres en deutchemarks (précédemment 32,5 % et 13,7 %).

Les émissions de la Banque européenne d'investissement (BEI) ont représenté une part notable des obligations étrangères en francs et en eurofrancs détenues par les résidents (13,1 % du total), mais ceux-ci détenaient également des montants importants de titres étrangers émis en francs aux Pays-Bas et en Espagne.

# ADJUDICATIONS DE VALEURS DU TRÉSOR BILAN DE L'ANNÉE 1994

Commencée dans une relative euphorie, l'année 1994 a été marquée par une forte dégradation des marchés financiers dont les effets sur le niveau des taux à moyen-long terme se sont fait sentir dès le milieu du premier trimestre.

Le respect des critères de convergence fixés par le traité de Maastricht imposant un rééquilibrage des finances publiques, l'État a sensiblement réduit ses appels au marché en 1994 (soit, après exclusion des BTF, 288 milliards de francs d'émissions nettes, contre 332 milliards en 1993).

Tout en respectant les engagements de son calendrier indicatif de début d'année, la direction du Trésor a maintenu sa politique de gestion active de la dette publique.

---

*Direction des Titres  
Service des Adjudications de titres et de Gestion de TCN*

■ La présente étude examine les dispositions nouvelles prises par la direction du Trésor et les calendriers indicatifs d'émission.

■ Elle dresse un bilan statistique des adjudications organisées par la Banque de France.

■ Elle récapitule les autres interventions sur la structure de la dette publique réalisée à l'initiative de la direction du Trésor.

## 1. Dispositions nouvelles prises par la direction du Trésor

### 1.1. *Adjudications bimestrielles d'OAT et de BTAN en écus*

À compter de janvier 1994, la direction du Trésor a mis en place de nouvelles modalités d'émission de ses valeurs libellées en écus. Ces titres font désormais l'objet d'adjudications bimestrielles, le deuxième mercredi des mois impairs, des OAT et des BTAN pouvant être émis au cours d'une même séance.

### 1.2. *Élaboration d'un nouveau cahier des charges pour les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)*

En liaison avec les établissements concernés, la direction du Trésor a élaboré un nouveau cahier des charges des SVT entré en application le 1<sup>er</sup> avril 1994 en remplacement de celui de décembre 1990. Ce document précise les règles de nature à assurer une bonne couverture des marchés concernés et à garantir la solidité financière des SVT, ainsi que la responsabilité, la qualité et la déontologie des intervenants.

Les principales dispositions sont les suivantes :

- fonds propres d'un montant minimum de 300 millions de francs,
- modification de la composition du groupe de SVT en cas de changement important de la situation financière de l'un d'eux,
- participation significative aux adjudications au cours d'une période de quatre trimestres appréciée en glissement ; chaque SVT doit acquérir au minimum 2 % des volumes adjugés dans chacune des catégories de produits (BTF, BTAN et OAT en francs et en écus), au cours de l'année civile, la participation relative aux valeurs en francs devant représenter quant à elle au moins 3 %.

Les nouvelles mesures concernant les adjudications en écus ainsi que les fonds propres des SVT ne seront applicables qu'au 1<sup>er</sup> janvier 1995.

### 1.3. *Nomination de correspondants en valeurs du Trésor (CVT)*

Depuis octobre 1992, date à laquelle les quatre CVT précédemment nommés par la direction du Trésor étaient devenus SVT, aucun correspondant en valeurs du Trésor n'avait été désigné. En octobre 1994, la direction du Trésor a renoué avec cette procédure en nommant trois établissements au titre de CVT : la Banque internationale de placement-BIP, Goldman Sachs et Lehman Brothers ; la nomination de ce dernier ne devenant effective qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1995.

## 2. Calendriers indicatifs des émissions d'OAT et de bons du Trésor

Au début de chaque période de référence (année, semestre ou trimestre), l'État publie un calendrier d'émission des valeurs du Trésor par catégorie de titres. Toutefois, ce programme n'a qu'un caractère indicatif et la direction du Trésor se réserve la possibilité de ne pas procéder à une adjudication prévue au calendrier ou, au contraire, d'émettre des lignes supplémentaires, soit par adjudication, soit par syndication, en fonction de ses besoins de financement et de la situation des marchés.

### **2.1. Émissions d'OAT**

La direction du Trésor établit annuellement le calendrier des adjudications d'OAT. En 1994 elle avait prévu d'émettre, le premier jeudi de chaque mois, au moins 1 milliard de francs sur les lignes suivantes :

- une tranche à taux fixe d'échéance à 10 ans, au choix l'OAT 5,50 % avril 2004 déjà existante, ou une OAT à créer d'échéance 2004 ou 2005,
- une OAT d'environ 30 ans à créer au premier trimestre 1994, avec un taux facial différent de celui de l'ancienne souche, afin de tenir compte de la baisse des taux à long terme intervenue en 1993,
- si les conditions du marché s'y prêtaient, d'autres lignes à taux fixe ou variable existantes ou à créer.

### **2.2. Émissions de bons du Trésor**

La direction du Trésor établit le calendrier d'émission des bons du Trésor :

- trimestriellement, pour les bons à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF), d'une durée au plus égale à un an (25 à 29 semaines pour les BTF à 6 mois et 41 à 52 semaines pour les BTF à 1 an) et dont les adjudications ont lieu chaque lundi,
- semestriellement, pour les bons à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN) à 2 ou 5 ans, dont les adjudications ont lieu le troisième jeudi de chaque mois. Pour le premier semestre 1994, la direction du Trésor a annoncé l'émission d'une nouvelle ligne à 2 ans d'échéance 12 mai 1996 portant intérêt à 4,5 % et d'une ligne à 5 ans d'échéance 12 avril 1999 au taux de 4,75 %. Au second semestre, il était prévu une ligne à 2 ans d'échéance 12 octobre 1996 portant intérêt à 6,5 % et une ligne à 5 ans d'échéance 12 novembre 1999 au taux de 7,0 %.

### **2.3. Émissions d'OAT et de bons du Trésor en écus**

La direction du Trésor a, pour la première fois, annoncé un calendrier annuel d'émission d'OAT ou de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN) en écus. Ce document prévoyait des adjudications bimestrielles, le deuxième mercredi du mois à compter de janvier 1994, pour un montant minimum de 100 millions d'écus.

### **2.4. Autres opérations**

Dans le calendrier indicatif publié au début de l'exercice 1994, l'État se réservait expressément la possibilité de procéder, par appels d'offres ou par syndication, à des opérations d'échange ou de rachat de titres dont le comportement ne serait pas jugé satisfaisant sur le marché secondaire.

Il prévoyait notamment d'échanger au cours du premier trimestre 1994 les OAT en écus suivantes :

OAT 8,50 % 1997, OAT 10 % 2001, OAT 8,50 % 2002 et OAT 8 % 2003.



### 3. Bilan statistique des adjudications organisées par la Banque de France en 1994

#### 3.1. Adjudications d'obligations assimilables du Trésor (OAT)

Les tableaux figurant en annexes 1, 2, 3 et 4 récapitulent les principaux éléments statistiques concernant les adjudications d'OAT réalisées en 1994. Leur examen appelle les commentaires suivants :

##### 3.1.1. Les émissions par adjudication ont porté sur 10 lignes d'OAT à taux fixe (9 en francs et 1 en écus)

À l'exception des mois de septembre et octobre, il a été émis chaque mois au moins 2 lignes en francs parmi les emprunts suivants :

- ligne à 10 ans : l'OAT 5,50 % avril 2004 de janvier à mai, remplacée par l'OAT 6,75 % octobre 2004 de juin à septembre puis par l'OAT 7,50 % avril 2005 au quatrième trimestre, cette dernière étant devenue la ligne de référence,
- lignes de 8 à 10 ans : l'OAT 8,50 % novembre 2002 en mai et décembre, l'OAT 8,50 % avril 2003 en novembre et l'OAT 8,25 % février 2004 en avril,
- ligne à 14 ans : l'OAT 8,50 % octobre 2008 émise en août et en novembre,
- ligne à 29 ans : l'OAT 8,50 % avril 2023 émise en janvier et remplacée de février à août par une ligne à 31 ans, l'OAT 6 % octobre 2025.

Par ailleurs, la direction du Trésor a adjugé la même ligne d'OAT en écus à 5 reprises (tous les deux mois sauf en mai), l'OAT 6 % avril 2004 étant systématiquement abondée.

##### 3.1.2. La direction du Trésor a placé un montant nominal supérieur de plus de 10 % à celui de l'année précédente

Le montant total des OAT en francs émises par voie d'adjudication a atteint, en 1994, 258 milliards de francs (contre 225,1 milliards en 1993 et 162,3 milliards en 1992) dont 230 milliards attribués après dépouillement des soumissions compétitives, lesquelles ont été servies à hauteur de 46,5 % en moyenne (contre 49,0 % en 1993 et 47,0 % en 1992) et 28 milliards au titre des offres non compétitives (ONC).

Les ONC ont représenté 10,9 % du montant total adjugé, soit 1,9 % pour les offres d'avant séance et 9,0 % pour les offres postérieures à la séance.

Les montants globaux adjugés pour les OAT en francs se sont décomposés comme suit :

– 5,50 % avril 2004	74,1 milliards de francs
– 6,75 % octobre 2004	70,7 milliards de francs
– 7,50 % avril 2005	47,6 milliards de francs
– 8,50 % novembre 2002	13,3 milliards de francs
– 8,50 % avril 2003	7,6 milliards de francs
– 8,25 % février 2004	5,1 milliards de francs
– 8,50 % octobre 2008	5,9 milliards de francs
– 8,50 % avril 2023	5,3 milliards de francs
– 6,00 % octobre 2025	28,4 milliards de francs.

Les graphiques en annexe 5 et 6 retracent l'évolution des montants nominaux adjugés mensuellement au cours de l'année 1994 pour les 9 tranches émises en francs et pour la tranche en écus.

Les montants émis sur les trois lignes de référence à échéance 10 ans représentent 75 % des émissions globales de l'année.

En outre, la direction du Trésor a émis, par adjudication, 1,46 milliard d'OAT 6 % avril 2004 en écus, soit l'équivalent de 9,6 milliards de francs (contre 2,5 milliards d'écus en 1993 et 525 millions d'écus en 1992). Les soumissions compétitives ont été servies à hauteur de 22,0 % en moyenne. Les ONC ont représenté 4,4 % du montant global émis.

En définitive, le montant nominal émis par voie d'adjudication en francs et en écus s'est donc élevé à l'équivalent de 267,5 milliards de francs, contre 241,6 milliards en 1993 (+10,7 %) et 166 milliards en 1992 (+ 61,0 %).

### **3.1.3. Les adjudications d'OAT en francs et en écus ont procuré au Trésor un montant équivalent à 265,4 milliards de francs**

Au prix de cession des titres libellés en francs (246,1 milliards) s'est ajouté le montant des coupons courus dus par les adjudicataires (10,3 milliards)

Pour les OAT en écus, le prix de cession s'est élevé à 1,32 milliard d'écus et le montant des coupons à 0,05 milliard d'écus, soit un total de 1,37 milliard d'écus.

Au total, la direction du Trésor a collecté par adjudication 265,4 milliards de francs (contre 260,3 milliards en 1993 et 170,1 milliards en 1992) dont 254,8 milliards représentant le prix de cession des titres.

Le solde hors coupons courus des émissions d'OAT qui s'établit à 254,8 milliards de francs, est donc tout à fait conforme aux objectifs prévus par le programme de financement ramené de 275 milliards de francs à 255 milliards le 16 mai 1994.

Après déduction des remboursements des OAT et emprunts d'État, dont le montant s'élève à 66,4 milliards de francs, le solde des opérations pour l'exercice s'établit à 199 milliards de francs.

### **3.1.4. Dans un contexte de remontée des taux obligataires, la direction du Trésor a maintenu le montant des adjudications à un niveau relativement constant au cours de l'exercice**

Alors que l'exercice précédent s'était caractérisé par une détente significative, l'année 1994 a été marquée par une nette remontée des taux de rendement, qui se sont échelonnés de moins de 6,0 % en janvier (spécialement sur les lignes à 10 ans) à plus de 8,5 % en novembre (voir annexe 7).

Pendant, compte tenu des besoins de financement de l'État, la moyenne mensuelle des montants adjugés en 1994 a continué sa progression, s'élevant à 19 milliards de francs, contre 17 milliards en 1993. Au premier trimestre, la fourchette annoncée par la direction du Trésor a varié chaque mois, avec un minimum de 18 milliards de francs et un maximum de 22 milliards. D'avril à août, elle s'est stabilisée entre 19 milliards de francs et 21 milliards et de septembre à décembre entre 18 milliards de francs et 20 milliards. Les montants nominaux globaux les plus élevés ont été placés en janvier.

Pour les émissions de titres en écus, les fourchettes fixées en début d'année entre 800 millions d'écus et 1 milliard d'écus n'ont cessé de décroître pour se stabiliser au deuxième semestre entre 300 millions d'écus et 500 millions d'écus. Les montants émis sur chacune des catégories de titres ont fluctué selon les séances (voir annexe 6).

Les taux de rendement des OAT libellées en écus ont suivi la même progression que les OAT en francs (voir annexe 8).

### **3.2. Adjudications de bons du Trésor**

Les tableaux en annexes 9, 10 et 11 récapitulent les principaux éléments statistiques concernant les adjudications de bons du Trésor. Leur examen appelle les remarques suivantes.

#### **3.2.1. La direction du Trésor a respecté le calendrier annoncé**

##### **– BTF**

La direction du Trésor a émis chaque semaine des bons à 13 semaines et, en alternance, des bons à 6 mois ou à 1 an. Elle a eu recours onze fois à l'émission de bons à 4 ou 5 semaines.

##### **– BTAN en francs**

La direction du Trésor a procédé chaque mois à l'émission de BTAN à 2 ans et à 5 ans. Au premier semestre 1994, elle a créé deux nouvelles échéances à 2 et 5 ans, entérinant dans leur rémunération faciale la baisse des taux de la fin de l'année précédente : BTAN 4,50 % mai 1996 et BTAN 4,75 % avril 1999.

Au second semestre, afin de prendre en compte la hausse des taux amorcée en début d'année, la direction du Trésor a émis deux nouvelles lignes de BTAN : BTAN 6,50 % octobre 1996 et BTAN 7 % novembre 1999.

##### **– BTAN en écus**

Tous les deux mois à compter de janvier 1994 et à l'exception de septembre, la direction du Trésor a émis une ligne en écus d'une durée de 5 ans, le BTAN 5 % mars 1999.

#### **3.2.2. La direction du Trésor a placé par voie d'adjudication, un montant nominal global en hausse par rapport à 1993 (+ 14 %, BTAN en écus non compris)**

Les émissions de BTF ont enregistré une progression constante jusqu'en septembre et ont marqué un important recul au quatrième trimestre où les volumes adjugés étaient sensiblement les mêmes qu'en début d'année.

Le montant total des émissions de bons du Trésor en francs s'est établi à 991,7 milliards de francs (contre 869,7 milliards en 1993 et 974,2 milliards en 1992) réparti entre les BTF pour 751,7 milliards, soit 75,8 % (contre 75,2 % en 1993 et 83,0 % en 1992) et les BTAN pour 240 milliards, soit 24,2 % (contre 24,8 % en 1993 et 17,0 % en 1992).

En ce qui concerne les BTF, la répartition des sommes adjugées a été la suivante :

– 4 et 5 semaines	59,2 milliards de francs
– 13 semaines	510,5 milliards de francs
– 6 mois	97,9 milliards de francs
– 1 an	84,1 milliards de francs.

Les soumissions attribuées après dépouillement des « soumissions compétitives » ont été servies à hauteur de 24,1 % en moyenne pour un montant de 730,7 milliards de francs, les offres non compétitives s'élevant à 21,1 milliards de francs, dont 1,9 milliard d'ONC avant séance.

Au total, les émissions des bons à 13 semaines ont représenté 67,9 % des émissions de BTF (contre 66,0 % en 1993).

Pour les BTAN, la répartition a été la suivante :

– 4,50 % mai 1996	61,9 milliards de francs
– 4,75 % avril 1999	60,3 milliards de francs
– 6,50 % octobre 1996	59,0 milliards de francs
– 7,00 % novembre 1999	58,8 milliards de francs.

Les soumissions retenues au titre des offres compétitives ont été servies à hauteur de 35,4 % en moyenne pour un montant de 228,3 milliards de francs, les ONC s'élevant à 11,6 milliards dont 3,6 milliards avant séance, soit 31 % du total des ONC.

Les émissions en écus se sont élevées à 1,726 milliard d'écus (soit 11,3 milliards de francs) dont 0,118 milliard d'offres non compétitives.

Le graphique en annexe 12 retrace l'évolution des montants nominaux adjugés mensuellement au cours de l'année 1994, pour les deux catégories de bons en francs.

Les émissions de BTF les plus importantes se situent au troisième trimestre avec un montant de 257 milliards de francs, soit une augmentation de 41 % par rapport au second trimestre et 68 % par rapport au premier trimestre 1994. Les émissions de BTAN ont, à l'inverse, connu une assez grande régularité, les fourchettes annoncées se situant entre 18 milliards de francs et 22 milliards de janvier à mars et de 17 milliards de francs à 20 milliards d'avril à décembre.

Le graphique en annexe 13 fait apparaître pour les BTAN une hausse des taux de rendement de l'ordre de 300 points de base (de 5 % à plus de 8 %) au cours de l'année écoulée, et pour les bons à 13 semaines une baisse limitée au premier semestre (de 6,3 % à 5,5 %) puis, après une période de stabilité, une tension des taux à plus de 6 % en décembre 1994.

### **3.2.3. Les adjudications de BTAN en francs et en écus ont procuré au Trésor un montant équivalent à 245,4 milliards de francs**

Le prix de cession des BTAN s'est élevé à 228,9 milliards de francs auquel s'ajoute l'équivalent de 10,7 milliards de francs correspondant aux BTAN en écus. Il convient d'y ajouter les coupons courus réglés par les soumissionnaires pour un montant de 5,8 milliards de francs.

Le solde réglé au Trésor hors coupon couru s'élève donc à 239,6 milliards de francs, proche du plafond d'émission établi en janvier à 245 milliards de francs.

Compte tenu des remboursements de bons du Trésor pour un montant de 857,4 milliards de francs (700,7 milliards de BTF et 156,7 milliards de BTAN), le solde des opérations de l'année ressort donc en nette augmentation par rapport à l'exercice précédent (134,3 milliards, contre 49,7 milliards en 1993 et 162,2 milliards en 1992).

## 4. Autres interventions sur la structure de la dette publique

Dans le cadre de la politique de gestion active de sa dette, commencée en 1991, la direction du Trésor a procédé aux opérations suivantes.

### 4.1. Émission de titres au profit du Fonds de soutien des rentes (FSR)

En application du décret du 15 juin 1992 autorisant l'émission de titres au profit du Fonds de soutien des rentes, la direction du Trésor a procédé, par syndication, aux opérations suivantes en 1994 :

- émission de 350 millions d'écus d'OAT 8,25 % avril 2002, et de 750 millions d'écus d'OAT 6 % avril 2004,
- émission de 1 milliard de francs de BTAN 7 % novembre 1999,
- émission de 1 milliard de francs de BTF à 1 an,
- émission de 1 milliard de BTAN 5 % mars 1999 en écus.

Ces opérations, qui ne contribuent pas au financement de la dette publique puisque les titres créés ne font jamais l'objet de ventes ferme, ont permis au Trésor de soutenir la liquidité des lignes concernées.

### 4.2. Émission hors adjudication d'OAT en écus et en francs

La direction du Trésor a procédé en mai à une offre publique d'échange de 3 lignes d'OAT libellées en écus : OAT 9,50 % avril 2000, OAT 10 % février 2001 et OAT 8,50 % mars 2002, contre des OAT en écus à créer. À cette occasion, 1,7 milliard d'OAT 6,75 % avril 2002 ont été émis.

La direction du Trésor a décidé par ailleurs de rendre les OAT accessibles aux particuliers via les réseaux bancaires. Dix-neuf établissements garants ont signé une convention de prise ferme pour un montant de 19,6 milliards de francs répartis sur une année, d'octobre 1994 à septembre 1995. Le placement a porté sur des OAT 7,50 % avril 2005 et s'est élevé à 6,97 milliards de francs pour la période d'octobre à décembre 1994.

### 4.3. Rachats de titres

La direction du Trésor s'est livrée hors adjudication à des opérations de rachat d'OAT et de BTAN.

S'agissant de BTAN, la direction du Trésor a racheté de gré à gré sur le marché secondaire 520 millions de francs de 8 % avril 1994 quelques jours avant l'échéance finale. En mai, elle a procédé au rachat de 400 millions d'écus de BTAN 5 % mars 1999 et le 25 octobre 1994 au rachat du milliard de francs de BTAN 7 % novembre 1999 émis pour le compte du Fonds de soutien des rentes.

Il a été procédé également au rachat de 8 milliards de francs d'OAT 5,50 % avril 2004 qui avaient été émis au profit du FSR. Par ailleurs, 500 millions de francs d'OAT 9,90 % septembre 1994 ont été rachetés de gré à gré sur le marché secondaire.

### 4.4. Division des certificats d'intérêts d'OAT démembrées

Le nominal des certificats d'intérêts issus des OAT 5,50 % avril 2004, 7,50 % avril 2005 et 6 % octobre 2025, a fait l'objet d'une division le ramenant à 5 francs. La direction du Trésor a par ailleurs autorisé le démembrement de l'OAT 6,75 % avril 2002 en écus, ramenant le nominal des certificats d'intérêts de 33,75 écus à 1,25 écu.

Ces opérations ont pour but de faciliter l'assimilation ultérieure de certificats d'intérêts issus d'autres OAT démembrées et de même échéance.

En définitive, l'année 1994 a vu la direction du Trésor réaffirmer les points forts de la politique suivie depuis plus de 8 ans : simplicité des produits, rôle moteur dévolu aux SVT et recours quasi systématique aux procédures d'adjudication.

Ainsi, après avoir dû faire face au cours des deux exercices précédents aux crises des marchés de change, cette politique a-t-elle permis en 1994 d'affronter la brutale remontée des taux d'intérêts. Elle a également été en mesure de surmonter une situation caractérisée par un désengagement massif des investisseurs non résidents. Dans ces conditions, et contrairement à certains autres grands émetteurs souverains, l'État français a une nouvelle fois parfaitement respecté les engagements qu'il s'était fixés en début d'année dans son calendrier d'émission.

En outre, face aux contraintes grandissantes d'un financement de la dette publique par le recours aux marchés, domestiques et internationaux, la direction du Trésor a également su faire preuve de ses capacités d'adaptation. C'est ainsi qu'elle a renoué un lien direct avec les investisseurs particuliers au moyen des émissions d'OAT réservées aux personnes physiques (dites OAT « Alphanéry »).

## ANNEXE 1a

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT  
Année 1994**

*(en millions de francs)*

Date	Libellé	Soumissions					
		Nombre d'établis- sements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global		Prix extrêmes offerts (en pourcentage)	
				valeur	séance		
6 janvier	5,50 % avril 2004	21	82	31 500		98,00	98,36
	8,50 % avril 2023	19	55	8 300	39 800	127,30	127,78
3 février	5,50 % avril 2004	21	86	37 750		97,94	98,20
	6 % octobre 2025	20	79	12 600	50 350	95,00	95,40
3 mars	5,50% avril 2004	20	85	33 900		92,90	93,46
	6 % octobre 2025	20	60	11 600	45 500	87,60	88,52
7 avril	5,50 % avril 2004	21	69	23 900		92,40	93,06
	8,25 % février 2004	19	39	9 150		112,26	112,68
	6 % octobre 2025	19	41	4 550	37 600	76,72	86,86
5 mai	8,50 % nov 2002	18	48	11 400		109,00	109,26
	5,50 % avril 2004	21	74	28 500		88,50	89,02
	6 % octobre 2025	19	48	7 150	47 050	79,10	79,90
2 juin	6,75 % octobre 2004	22	91	34 600		94,80	95,12
	6 % octobre 2025	19	63	10 300	44 900	76,18	76,70
7 juillet	6,75 % octobre 2004	22	87	38 900		92,98	93,46
	6 % octobre 2025	18	58	9 500	48 400	74,12	74,64
4 août	6,75 % octobre 2004	21	63	27 800		96,20	96,68
	8,50 % octobre 2008	16	43	5 950		108,84	109,32
	6 % octobre 2025	17	31	6 050	39 800	78,60	79,28
1 <sup>er</sup> septembre	6,75 % octobre 2004	20	83	34 850	34 850	91,50	92,12
6 octobre	7,50 % avril 2005	21	75	34 100	34 100	94,26	94,60
3 novembre	8,50 % avril 2003	19	55	15 550		99,90	100,40
	7,50 % avril 2005	21	56	17 350		92,90	93,32
	8,50 % octobre 2008	20	42	5 200	38 100	98,50	99,06
1 <sup>er</sup> décembre	8,50 % novembre 2002	18	43	13 550		103,00	103,84
	7,50 % avril 2005	21	67	20 550	34 100	96,74	96,98
	<b>TOTAL</b>	<b>513</b>	<b>1623</b>		<b>494 550</b>		

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

## ANNEXE 1b

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT  
Année 1994**

*(en millions de francs)*

</

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

Études générales



## ANNEXE 2a

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN ÉCUS  
Année 1994**

*(en millions d'écus)*

Date	Libellé	Soumissions					
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global		Prix extrêmes offerts (en pourcentage)	
				valeur	séance		
12 janvier	6 % avril 2004	18	80	1 750	1 750	100,90	101,12
9 mars	6 % avril 2004	19	73	930	930	95,20	95,68
13 juillet	6 % avril 2004	21	69	940	940	87,30	87,72
14 septembre	6 % avril 2004	19	85	1 395	1395	83,00	83,30
9 novembre	6 % avril 2004	21	79	1 315	1 315	83,36	83,74
	<b>TOTAL</b>	<b>98</b>	<b>386</b>		<b>6 330</b>		

## ANNEXE 2b

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN ÉCUS  
Année 1994**

*(en millions d'écus)*

Nombre d'établis- sements servis	Attributions						Soumissions non compétitives (au prix moyen pondéré)		Total nominal émis	
	Montant global nominal		Prix limite retenu	Taux de rendement à ce prix	Prix moyen pondéré	Taux de rendement à ce prix				
	valeur	séance	(en pourcentage)				valeur	séance	valeur	séance
11	398	398	101,08	5,85	101,09	5,85			398	398
7	210	210	95,60	6,61	95,63	6,60			210	210
13	163	163	87,62	7,86	87,65	7,85	4	4	167	167
11	370	370	83,24	8,63	83,25	8,63			370	370
6	255	255	83,62	8,60	83,64	8,59	60	60	315	315
<b>48</b>		<b>1 396</b>					<b>64</b>			<b>1 460</b>

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

Études générales

## ANNEXE 3

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES RÈGLEMENTS D'OAT EN FRANCS  
ÉMISES PAR ADJUDICATION EN 1994**

Date de règlement	Libellé des OAT	Total nominal émis (en millions)	Sommes dues au Trésor (en francs)		
			Prix de cession des titres	Coupon couru	Montant total net réglé au Trésor
25 janvier	5,50 % avril 2004	18 023	17 712 344 400	746 873 120	18 459 217 520
	8,50 % avril 2023	5 268	6 726 629 200	337 362 720	7 063 991 920
25 février	5,50 % avril 2004	13 804	13 552 255 200	636 502 440	14 188 757 640
	6 % octobre 2025	6 903	6 578 008 700	139 578 660	6 717 587 360
25 mars	5,50 % avril 2004	15 263	14 255 267 000	768 186 790	15 023 453 790
	6 % octobre 2025	5 766	5 097 950 600	143 112 120	5 241 062 720
25 avril	5,50 % avril 2004	12 149	11 298 120 000		11 298 120 000
	8,25 % février 2004	5 100	5 742 380 000	65 688 000	5 808 068 000
	6 % octobre 2025	2 569	2 229 318 200	76 864 480	2 306 182 680
25 mai	8,50 % novembre 2002	4 838	5 284 173 600	203 921 700	5 488 095 300
	5,50 % avril 2004	14 832	13 189 517 600	67 040 640	13 256 558 240
	6 % octobre 2025	2 452	1 955 775 200	85 452 200	2 041 227 400
27 juin	6,75 % octobre 2004	17 890	17 007 431 000	810 595 900	17 818 026 900
	6 % octobre 2025	3 826	2 931 078 600	154 073 020	3 085 151 620
25 juillet	6,75 % octobre 2004	18 365	17 157 343 000	927 248 850	18 084 591 850
	6 % octobre 2025	3 280	2 446 517 000	147 206 400	2 593 723 400
25 août	6,75 % octobre 2004	13 368	12 912 629 700	751 548 960	13 664 178 660
	8,50 % octobre 2008	2 950	3 222 630 000	208 845 250	3 431 475 250
	6 % octobre 2025	3 588	2 841 487 200	179 310 300	3 020 797 500
26 septembre	6,75 % octobre 2004	21 088	19 414 002 800	1 310 408 320	20 724 411 120
25 octobre	7,50 % avril 2005	22 101	20 899 455 600	830 997 600	21 730 453 200
25 novembre	8,50 % avril 2003	7 587	7 613 364 500	378 136 080	7 991 500 580
	7,50 % avril 2005	11 752	10 957 914 800	516 735 440	11 474 650 240
	8,50 % octobre 2008	2 942	2 912 620 000	21 241 240	2 933 861 240
26 décembre	8,50 % novembre 2002	8 476	8 798 128 000	61 196 720	8 859 324 720
	7,50 % avril 2005	13 788	13 359 033 200	694 087 920	14 053 121 120
	<b>TOTAL</b>	<b>257 968</b>	<b>246 095 375 100</b>	<b>10 262 214 870</b>	<b>256 357 589 970</b>

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

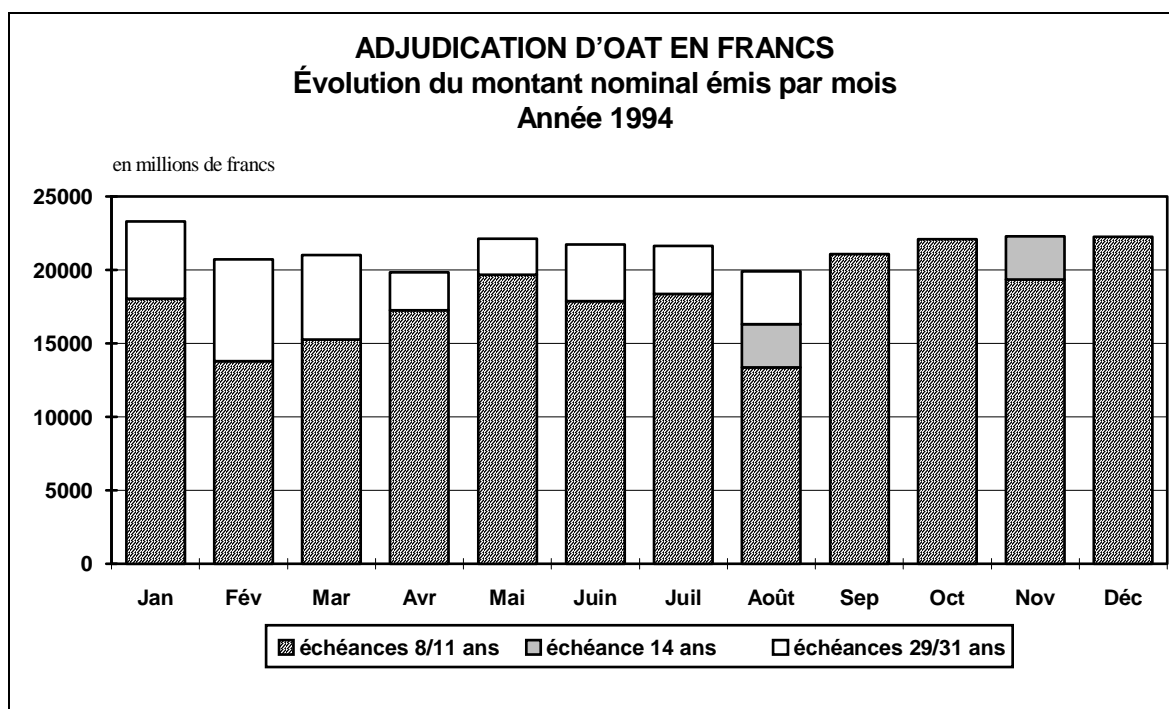
## ANNEXE 4

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES RÈGLEMENTS D'OAT EN ÉCUS  
ÉMISES PAR ADJUDICATION EN 1994**

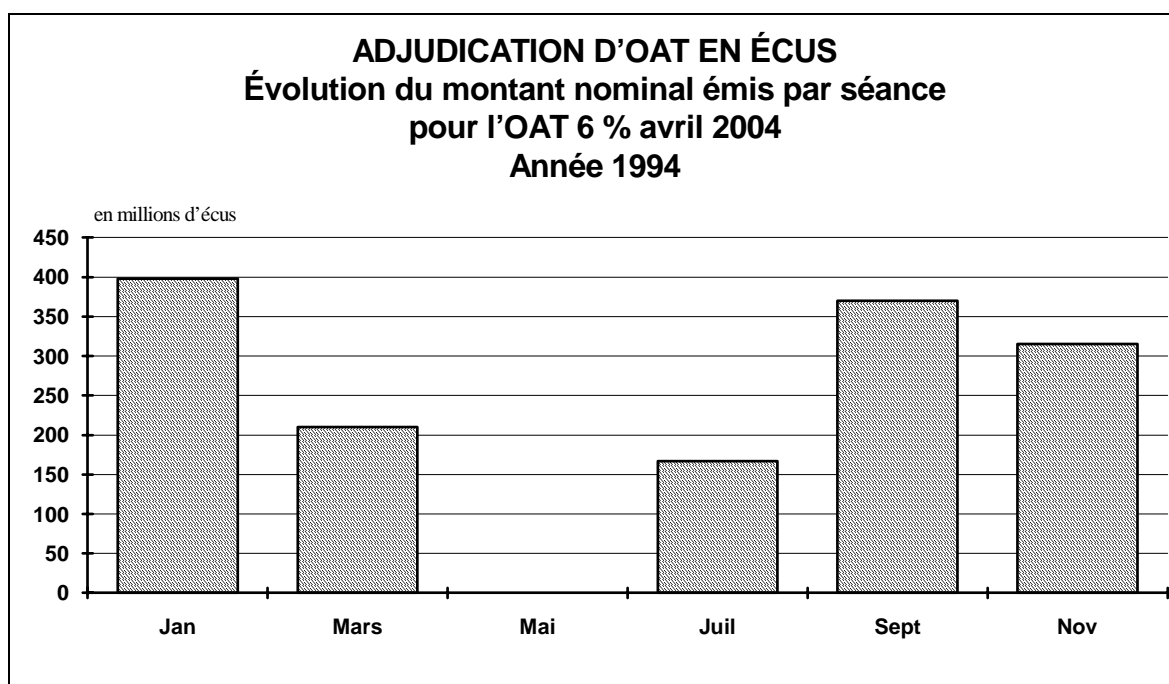
Date de règlement	Libellé des OAT	Total nominal émis (en millions)	Sommes dues au Trésor (en écus)		
			Prix de cession des titres	Coupon couru	Montant total net réglé au Trésor
26 janvier	6 % avril 2004	398	402 342 400	18 061 240	420 403 640
23 mars	6 % avril 2004	210	200 829 000	11 460 960	212 289 960
27 juillet	6 % avril 2004	167	146 383 600	2 553 430	148 937 030
28 septembre	6 % avril 2004	370	308 037 000	9 486 800	317 523 800
23 novembre	6 % avril 2004	315	263 474 000	10 977 750	274 451 750
	<b>TOTAL</b>	<b>1 460</b>	<b>1 321 066 000</b>	<b>52 540 180</b>	<b>1 373 606 180</b>

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

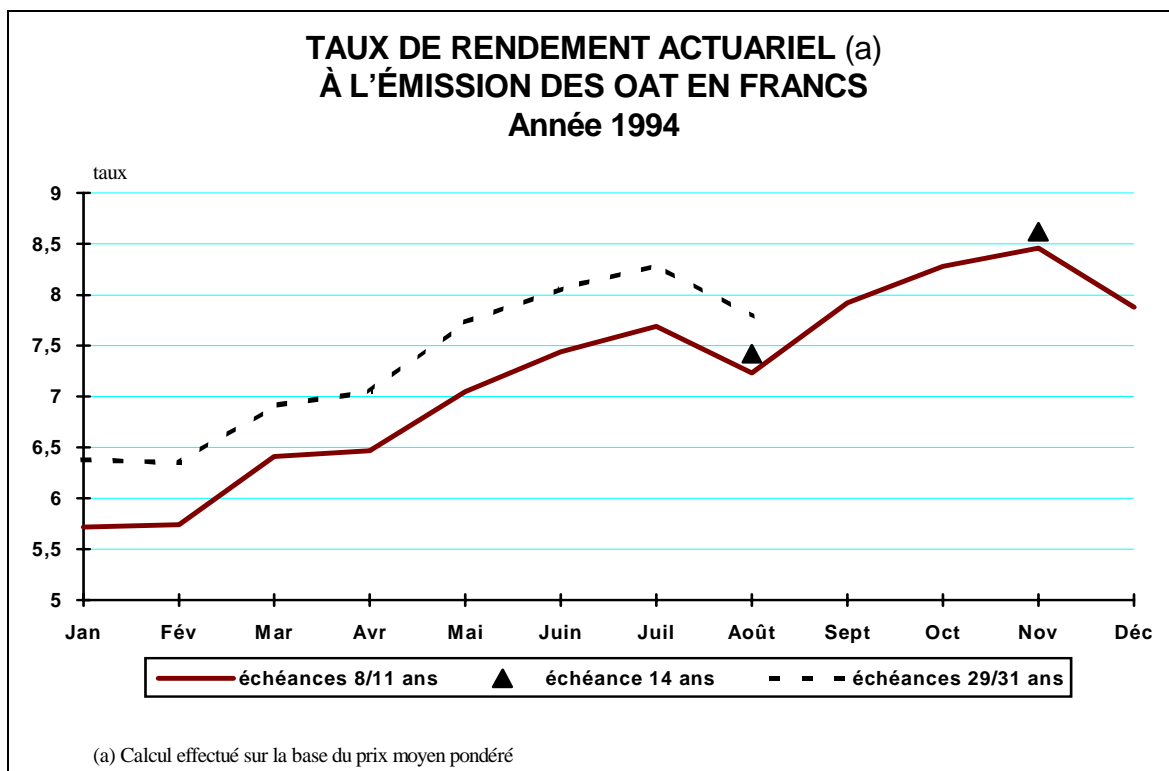
ANNEXE 5



ANNEXE 6

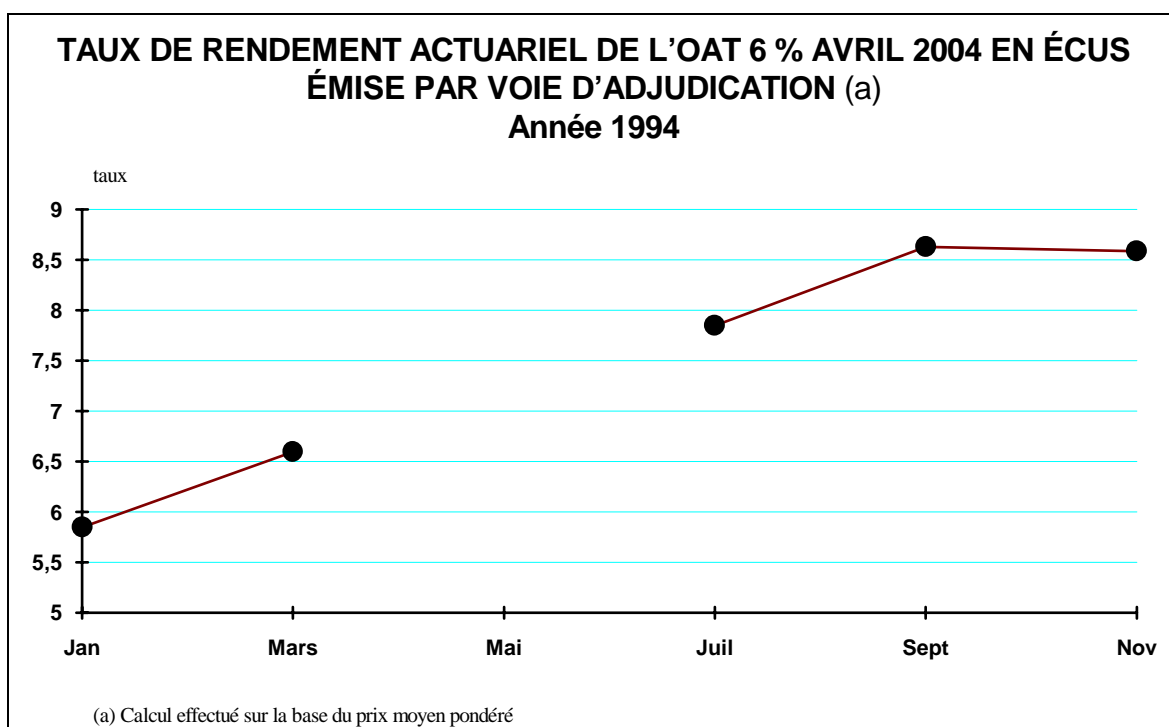


## ANNEXE 7



Études générales

## ANNEXE 8



## ANNEXE 9a

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN  
Année 1994**

Date	BTAN	Taux	Soumissions				Attributions		
			Nombre d'établissements demandeurs	Nombre	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre	Montant global nominal (en millions de francs)	
					Émission	Séance		Émission	Séance
20.01.1994	2 ans	4,50 %	20	73	25 350		32	9 920	
	5 ans	4,75 %	20	84	28 100	53 450	33	10 251	20 171
17.02.1994	2 ans	4,50 %	20	70	24 100		21	8 105	
	5 ans	4,75 %	20	99	37 100	61 200	16	10 290	18 395
17.03.1994	2 ans	4,50 %	20	67	36 400		12	10 200	
	5 ans	4,75 %	20	74	28 670	65 070	23	9 230	19 430
21.04.1994	2 ans	4,50 %	20	67	29 100		23	8 870	
	5 ans	4,75 %	20	83	31 350	60 450	26	9 950	18 820
19.05.1994	2 ans	4,50 %	21	72	43 870		21	10 835	
	5 ans	4,75 %	21	71	28 500	72 370	24	8 600	19 435
16.06.1994	2 ans	4,50 %	21	68	33 425		22	10 550	
	5 ans	4,75 %	21	71	19 420	52 845	25	7 570	18 120
21.07.1994	2 ans	6,50 %	21	65	28 075		31	11 950	
	5 ans	7,00 %	21	67	17 900	45 975	34	8 735	20 685
18.08.1994	2 ans	6,50 %	20	57	25 100		10	8 825	
	5 ans	7,00 %	20	59	16 850	41 950	36	8 800	17 625
15.09.1994	2 ans	6,50 %	20	73	29 850		29	9 670	
	5 ans	7,00 %	20	72	19 050	48 900	33	9 200	18 870
20.10.1994	2 ans	6,50 %	22	65	30 550		32	9 815	
	5 ans	7,00 %	22	81	24 740	55 290	28	9 400	19 215
17.11.1994	2 ans	6,50 %	20	55	26 900		21	10 400	
	5 ans	7,00 %	20	57	19 920	46 820	30	9 510	19 910
15.12.1994	2 ans	6,50 %	21	50	17 438		31	6 848	
	5 ans	7,00 %	21	68	22 650	40 088	39	10 800	17 648

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

## ANNEXE 9b

**TABEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN  
Année 1994**

Attributions			Soumissions non			Total nominal émis		
Prix extrêmes retenus	Prix moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	compétitives au taux moyen pondéré			(en millions de francs)		
			Nombre	Émission	Séance	Nombre	Émission	Séance
99,23-99,17	99,20	4,87				32	9 920	
98,86-98,80	98,82	5,01	1	181	181	33	10 432	20 352
98,16-98,13	98,14	5,42	18	1 542		39	9 647	
96,74-96,70	96,72	5,51	18	1 976	3 518	34	12 266	21 913
98,02-98,01	98,02	5,52	1	200		13	10 400	
96,17-96,09	96,10	5,67	4	447	647	27	9 677	20 077
97,36-97,33	97,34	5,95	18	1 532		41	10 402	
93,24-93,19	93,20	6,40	18	1 510	3 042	44	11 460	21 862
98,04-98,01	98,02	5,61	1	132		22	10 967	
94,49-94,44	94,46	6,10	2	228	360	26	8 828	19 795
96,85-96,83	96,84	6,35	1	28		23	10 578	
90,82-90,78	90,80	7,09	1	110	138	26	7 680	18 258
100,52-100,46	100,48	6,24				31	11 950	
101,01-101,01	101,01	6,76	2	162	162	36	8 897	20 847
99,25-99,20	99,22	6,90	1	35		11	8 860	
98,38-98,26	98,32	7,39	1	71	106	37	8 871	17 731
98,98-98,95	98,96	7,08	1	154		30	9 824	
97,27-97,20	97,22	7,68	4	278	432	37	9 478	19 302
99,28-99,24	99,26	6,91	3	352		35	10 167	
97,54-97,48	97,49	7,62	2	154	506	30	9 554	19 721
99,25-99,22	99,22	6,95	2	40		23	10 440	
97,06-96,99	97,02	7,75			40	30	9 510	19 950
98,62-98,58	98,60	7,35	17	885		48	7 733	
96,63-96,56	96,59	7,87	17	1 592	2 477	56	12 392	20 125

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 62

Études générales



# LES RESTRUCTURATIONS EN FRANCE ENTRE 1985 ET 1993 : UN APERÇU À PARTIR DES DONNÉES DE LA CENTRALE DE BILANS

S'il est encore nettement moins important que dans les pays anglo-saxons, le mouvement de restructuration a cependant connu en France un essor certain et mérite d'être analysé.

ÉLIZABETH KREMP  
*Direction des Entreprises  
Observatoire des entreprises*

■ Soumises à la loi de janvier 1988 réglementant les fusions, scissions et apports partiels d'actifs, les restructurations en France se sont largement développées entre 1985 et 1993.

■ Les entreprises de plus de 1 000 salariés sont les principales concernées, qu'elles appartiennent au secteur industriel ou aux autres secteurs de l'économie : en 1993, 20 % des grandes entreprises participent à une opération de restructuration externe.

■ Les opérations de restructuration se font majoritairement au sein d'un même secteur industriel : près de 60 % des entreprises participant à

une opération de restructuration dans les secteurs des industries agro-alimentaires, des biens intermédiaires, des biens d'équipement professionnel et des biens de consommation courante se restructurent avec une entreprise du même secteur d'appartenance.

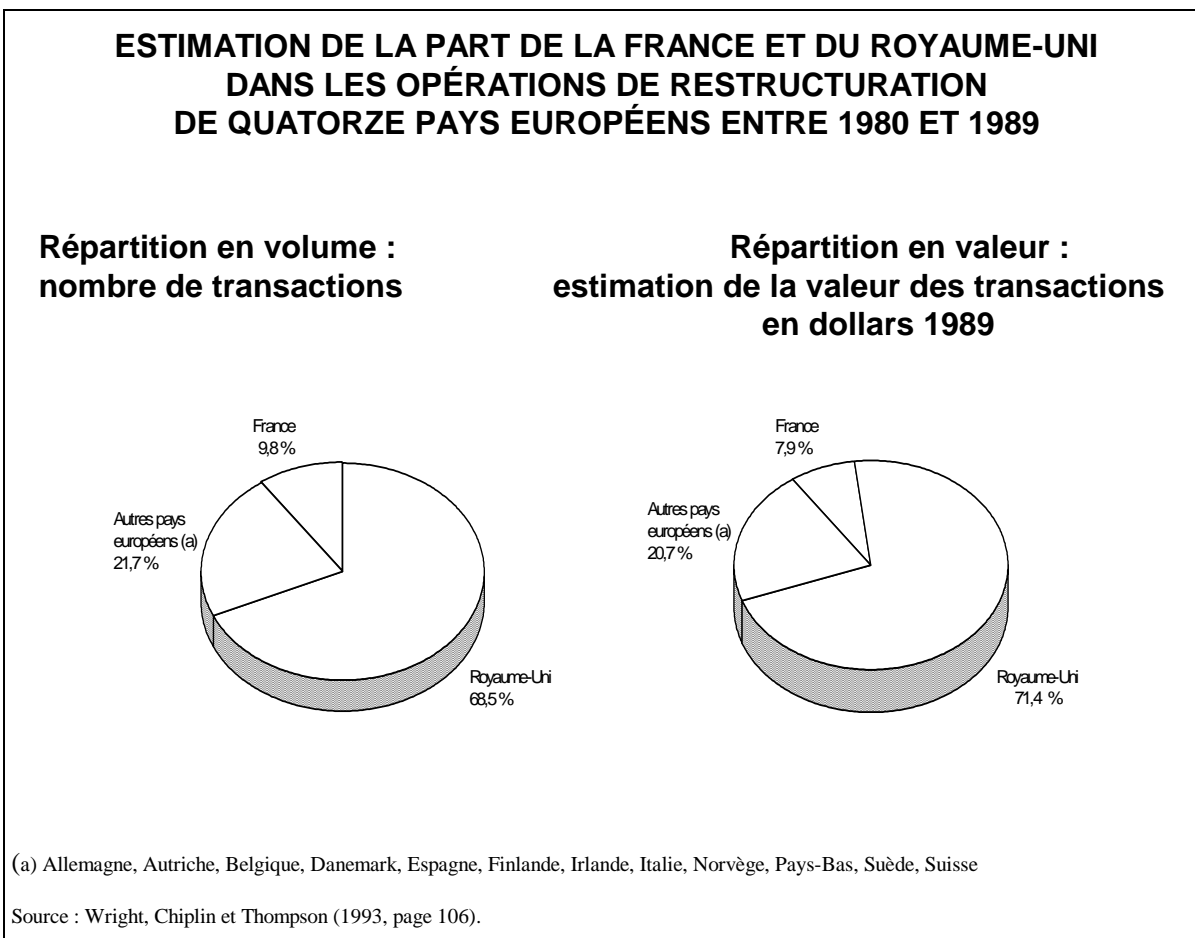
■ Les entreprises qui participent à une opération de restructuration ont, cinq ans après, amélioré leur rentabilité, même si cette amélioration n'est pas toujours suffisante pour que le niveau de rentabilité atteint soit comparable à celui des entreprises qui n'ont participé à aucune opération de restructuration au cours de la même période.

## 1. Le contexte

La décennie quatre-vingt a été marquée par le nombre élevé de restructurations aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, cette vague est la quatrième depuis le début du siècle, les trois premières ayant eu lieu respectivement dans la première décennie, dans les années vingt et dans les années soixante. En Europe, le mouvement de restructuration s'est déroulé dans un contexte de développement du projet du marché unique, qui devait permettre le renforcement de la concurrence pour améliorer les performances des entreprises et la compétitivité européenne (Sachwald, 1993). Il a conduit à un développement des opérations transfrontières.

Ce mouvement européen de restructuration est dominé par le Royaume-Uni, qui, entre 1980 et 1989, a connu plus de restructurations, mesurées en nombre d'opérations et en valeur des transactions, que tous les autres pays européens réunis. La France se trouve en seconde position, mais très loin derrière, puisqu'elle représente moins de 10 % du nombre de transactions et moins de 8 % de la valeur des transactions.

Graphique 1



Ainsi, la vague française qui a culminé dans l'industrie en 1988 (Corbel et Fréchou, 1994) doit être analysée en gardant à l'esprit que, les marchés financiers n'étant pas encore aussi développés en France qu'ils ne le sont dans les pays anglo-saxons, les motivations financières ou les conflits d'intérêt entre actionnaires et gestionnaires ne sont pas des explications aussi pertinentes aux mouvements de restructuration français.

Banon (1990), étudiant la motivation de 48 rachats d'entreprises par les salariés (RES) ou de LMBO (*leverage management buyouts* ou reprises d'entreprises par les dirigeants) à la fin des années quatre-vingt, trouve que l'effet de levier financier ne semble pas être le motif premier de l'opération, même s'il rend plus attrayante sa réalisation. La situation financière est évoquée uniquement dans un cas, alors que la transmission volontaire de la part du dirigeant afin d'assurer la pérennité de l'affaire est évoquée dans 24 cas et la séparation d'un groupe dans 23 cas. Les motivations sont aussi très différentes suivant la taille des entreprises interrogées. Alors que deux entreprises de moins de 200 salariés sur trois ont utilisé cette technique de rachats d'entreprises par les salariés pour faciliter la transmission lorsque les dirigeants souhaitent se retirer en raison de leur âge, la séparation d'un groupe est le motif fourni par deux tiers des entreprises de plus de 200 salariés.

Le présent article, après s'être penché sur la définition des restructurations et sur les difficultés à les décrire, étudie leurs caractéristiques en France entre 1985 et 1993, en utilisant les informations disponibles à la Centrale de bilans de la Banque de France. Enfin, il résume les liens entre restructurations et performances économiques.

## 2. Un phénomène complexe à analyser

### 2.1. Définition

La première difficulté est de définir précisément le champ de l'étude. Ainsi, certaines sources d'information comptabilisent comme opération de restructuration le montant d'une transaction à partir du moment où la prise de participation dépasse 50 %.

Le terme de restructuration recouvre en fait deux réalités fort différentes en matière d'ajustement des entreprises. La première est qualifiée de restructuration interne, où ni la personnalité juridique de l'entreprise ni ses relations avec les entreprises concurrentes ne sont modifiées. Elle correspond à un ajustement interne sur la combinaison des facteurs de production, le travail, le capital et les matières premières. La seconde notion fait référence à la restructuration externe et traduit un rapprochement interentreprises, pouvant prendre des formes très variées (Blanchard *et alii*, 1994).

Les stratégies de restructuration interne sont souvent opposées à celles de restructuration externe, du fait que les premières permettent une création/destruction d'actifs supplémentaires alors que les secondes s'appuient sur le rapprochement volontaire ou contraint de deux ou plusieurs firmes et se traduisent par une union, partielle ou totale, des moyens mis en œuvre par chacune des entreprises concernées. Au cours des années quatre-vingt, les stratégies de croissance externe semblent avoir pris un poids relatif plus important.

À l'intérieur de la seconde acception, Bavay et Beau (1990) distinguent trois formes principales : des transferts irréversibles d'actifs entre entreprises, dans le cadre d'apports partiels, d'absorptions ou de fusions ; la mise en place de relations patrimoniales, fondées sur des prises de participations financières entre firmes ; des accords de nature contractuelle, n'affectant pas l'indépendance juridique des intervenants (accords de distribution, contrats d'études, unions commerciales...).

Dans cet article, nous nous sommes intéressés à un seul type de restructurations externes, qui entraîne des modifications de structure au sens strict par des transferts d'actifs entre les partenaires. Elles sont communément appelées opérations de restructuration et correspondent à des opérations juridiques entre sociétés soumises à la loi de janvier 1988 réglementant les fusions, scissions et apports partiels d'actifs et bénéficiant d'avantages fiscaux en matière d'imposition des plus-values.

Les entreprises adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France et impliquées par une opération de restructuration fournissent un descriptif sur l'opération, avec quelques informations concernant les autres entreprises impliquées dans l'opération. Sont identifiés le nombre d'entreprises concernées par l'opération, leur appartenance sectorielle et leur taille, et le montant global des transferts d'actifs. Ces opérations peuvent prendre la forme d'un apport partiel d'actif, d'une fusion ou d'une scission et, dans chacune de ces opérations, l'entreprise peut se trouver apporteuse ou bénéficiaire de l'opération ou, dans certains cas, les deux à la fois.

## **2.2. Hétérogénéité des situations**

Une fois précisée la définition du terme, décrire une restructuration reste une opération complexe du fait de la multiplicité des situations. Chaque opération fait intervenir une (ou plusieurs) entreprise(s) bénéficiaire(s) et une (ou plusieurs) entreprise(s) cédante(s). Ainsi, une ambiguïté existe quand on parle de restructuration entre, d'une part, le nombre d'opérations dénombrées, chaque opération pouvant être déclarée par une ou plusieurs entreprises (la ou les bénéficiaires, la ou les cédantes ou les deux), et d'autre part, le nombre d'entreprises déclarant participer à une opération de restructuration. De plus, une même entreprise peut participer à plusieurs opérations simultanément.

Une autre difficulté provient du fait que certaines entreprises changent de secteur dans la période qui suit la restructuration. Certaines partent dans un autre secteur de l'industrie ; d'autres vont dans un secteur non manufacturier ou changent plusieurs fois de secteur : souvent elles déclarent leur activité principale dans le commerce ou deviennent des holdings. Ces mouvements concernent environ 9 % et 11 % des entreprises suivant le nombre d'années pendant lequel on étudie les entreprises après leur restructuration.

De plus, entre 9 % et 10 % des entreprises qui participent à une opération de restructuration sont concernées par un changement de date de clôture de leur bilan.

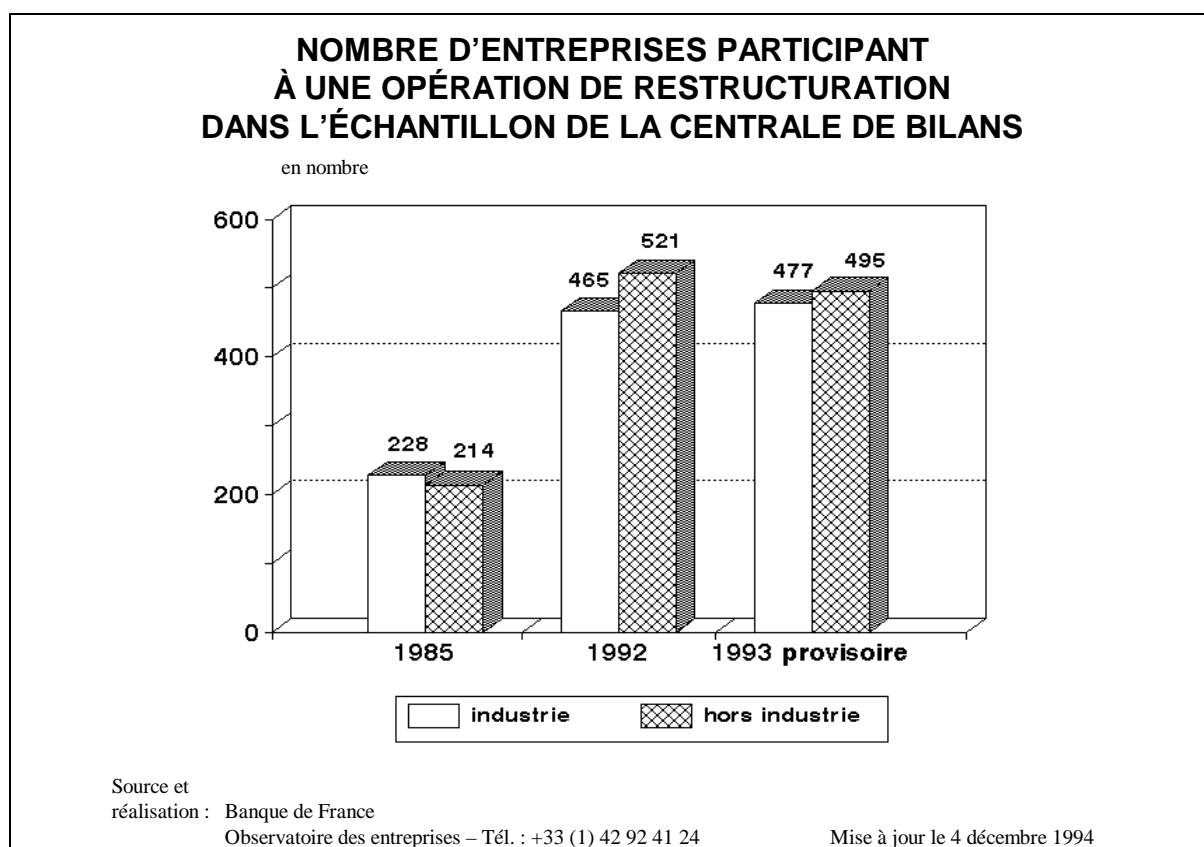
Enfin, parmi les entreprises du secteur manufacturier qui participent à une opération de restructuration entre 1985 et 1992, près de 20 % d'entre elles sont impliquées dans au moins une autre opération au cours de la même période.

### 3. Caractéristiques des restructurations dans l'échantillon de la Centrale de bilans

#### 3.1. Entreprises participant à une opération de restructuration

Comme l'indique le graphique 2, le nombre d'entreprises participant à des opérations de restructuration est comparable dans l'industrie à celui de l'ensemble des autres secteurs de l'économie : respectivement 228 et 214 en 1985, et 465 et 521 en 1992<sup>1</sup>. Au cours de la période, le nombre d'entreprises concernées augmente un peu moins rapidement dans l'industrie que dans le reste de l'économie. Cette évolution ne semble pas due à une modification de la représentativité des entreprises hors industrie dans l'échantillon Centrale de bilans, car la part des entreprises participant à une restructuration augmente relativement moins entre 1985 et 1992 dans l'industrie que dans le secteur hors industrie. En 1992, 3 % des entreprises industrielles et 2,6 % des entreprises non industrielles du fichier de la Centrale de bilans déclarent une opération de restructuration (respectivement 3,2 % et 2,7 % selon les chiffres provisoires de 1993).

Graphique 2

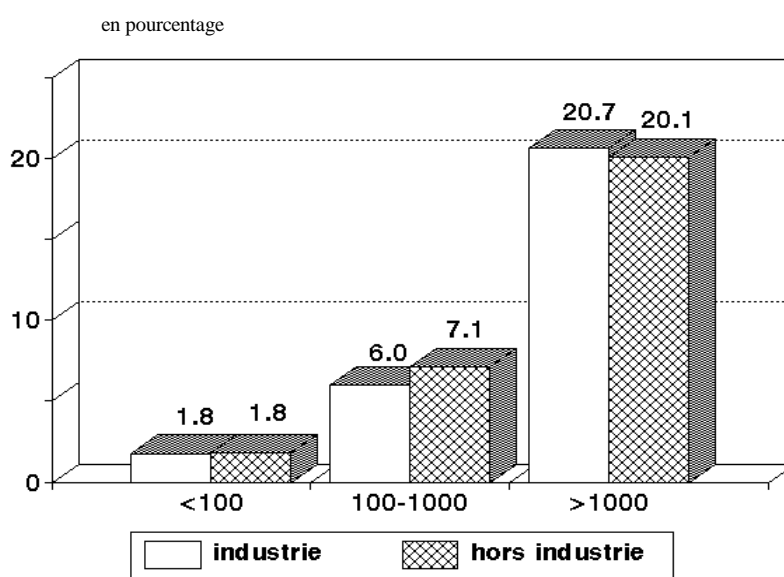


<sup>1</sup> Les chiffres concernant l'année 1993 sont encore provisoires et sont sans doute sous-estimés.

Que ce soit dans l'industrie ou dans le secteur non manufacturier, la proportion d'entreprises qui se restructurent varie beaucoup en fonction de leur taille. En 1993, comme le montre le graphique 3, elle est inférieure à 2 % pour les entreprises de moins de 100 salariés, entre 6 % et 7 % pour les entreprises de 100 à 1000 salariés et elle est beaucoup plus élevée pour les grandes entreprises. Parmi les entreprises de plus de 1000 salariés, une entreprise sur cinq est impliquée dans une opération de restructuration.

Graphique 3

### POURCENTAGE D'ENTREPRISES PARTICIPANT À UNE OPÉRATION DE RESTRUCTURATION EN 1993 SUIVANT LA TAILLE DES ENTREPRISES



Les tranches de taille sont définies en fonction des effectifs : moins de 100 salariés, de 100 à 1 000 salariés, plus de 1 000 salariés.

Source et

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

Mise à jour le 4 décembre 1994

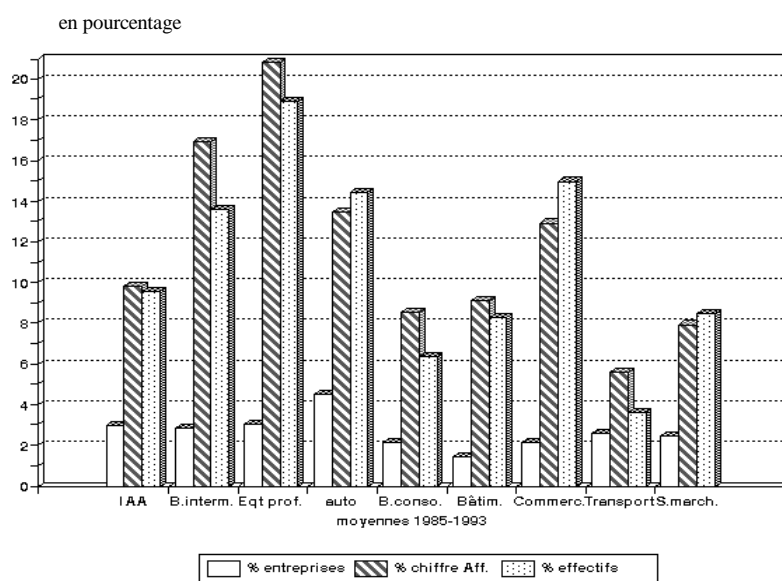
Les bilans des entreprises qui participent à une opération de restructuration peuvent être fortement modifiés par l'enregistrement de l'opération comptable. Le développement important des restructurations, qui ne concernaient que 15 % des grandes entreprises industrielles et 12 % des grandes entreprises hors industrie en 1985, pose donc un problème délicat d'interprétation des données.

Les évolutions annuelles secteur par secteur ne permettent pas de dégager de tendances sectorielles. Par contre, en moyenne sur la période 1985-1993, le graphique 4, qui compare le poids des restructurations mesuré en nombre d'entreprises, en chiffre d'affaires ou en effectifs, montre certaines spécificités sectorielles. Les grandes entreprises du secteur des biens d'équipement professionnel, et dans une moindre mesure, celles des secteurs des biens intermédiaires, de l'automobile et du commerce, sont relativement plus impliquées dans des opérations de restructuration que les grandes entreprises des autres secteurs. Ainsi, dans le secteur des biens d'équipement professionnel, le chiffre d'affaires de l'ensemble des entreprises qui participent à une opération de restructuration représente plus de 20 % du chiffre d'affaires du secteur.

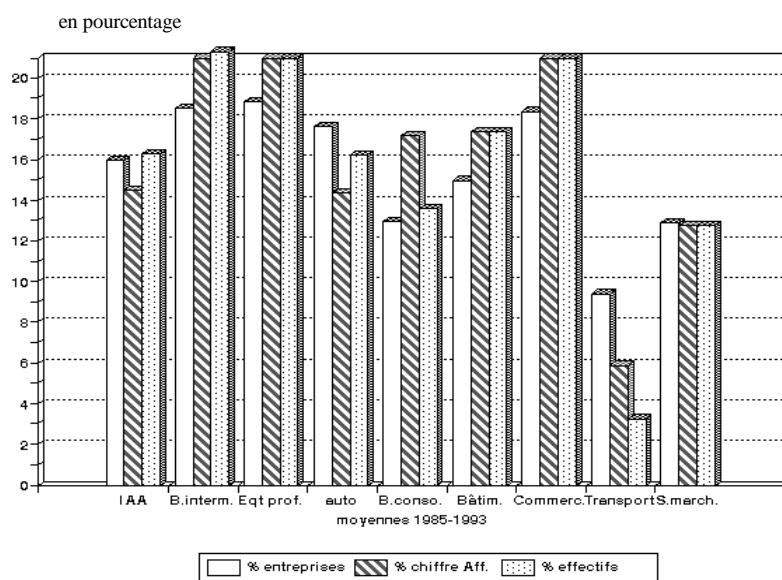
Graphique 4

**PAR SECTEUR : POURCENTAGE D'ENTREPRISES PARTICIPANT  
À UNE OPÉRATION DE RESTRUCTURATION  
DANS L'ÉCHANTILLON DE LA CENTRALE DE BILANS**

**Toutes tailles confondues**



**Entreprises de plus de 1 000 salariés**



Le pourcentage est calculé :

- en fonction du nombre d'entreprises dans le secteur
- en fonction du chiffre d'affaires du secteur
- en fonction des effectifs du secteur

Source et

réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises - Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 4 décembre 1994

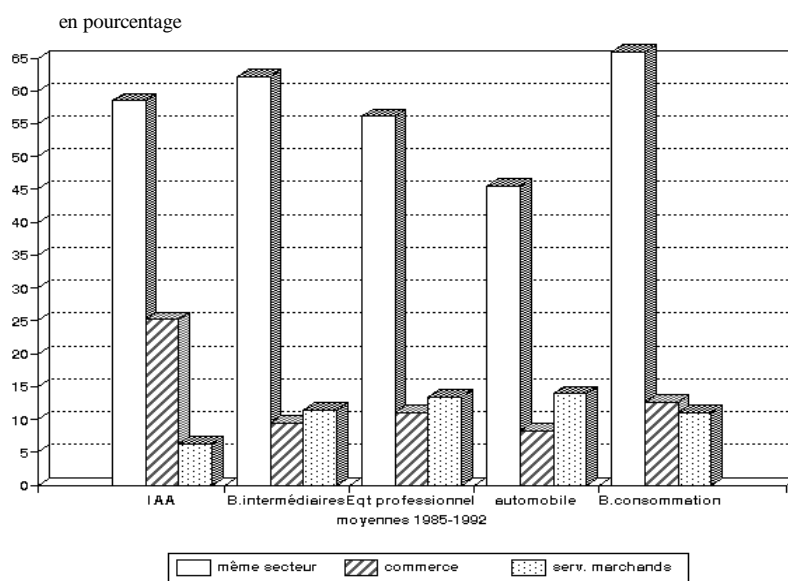


### 3.2. Les opérations de restructuration se font majoritairement entre entreprises du même secteur industriel

85 % des opérations de restructuration ont lieu entre deux entreprises seulement. Pour les cinq secteurs industriels les plus importants, qui totalisent 2 120 entreprises participant à une opération de restructuration entre 1985 et 1992 et n'impliquant que deux entreprises, le graphique 5 illustre le phénomène de diversification. Mis à part le secteur de l'automobile, les entreprises des quatre autres secteurs se restructurent majoritairement avec une autre entreprise du même secteur d'appartenance qu'elles. Si ce n'est pas le cas, l'entreprise impliquée est, le plus souvent, soit une entreprise du commerce, soit une entreprise du secteur des services marchands. Ainsi, les entreprises du secteur des industries agro-alimentaires, des biens intermédiaires, des biens d'équipement professionnels ou des biens de consommation courante se restructurent avec une entreprise d'un autre secteur qu'elles, et n'appartenant ni au commerce ni aux services marchands dans moins de 15 % des cas.

Graphique 5

#### SECTEUR D'APPARTENANCE DES ENTREPRISES PARTICIPANT À UNE OPÉRATION DE RESTRUCTURATION



Dans le secteur des industries agro-alimentaires, parmi les entreprises participant à une opération de restructuration avec une seule autre entreprise, pour 59 % des cas, cette autre entreprise appartient au même secteur d'activité, dans 25 % des cas, cette entreprise est dans le commerce, et dans 6 % des cas, elle est dans le secteur des services marchands. Les 10 % restants se restructurent avec une entreprise appartenant à un autre secteur (manufacturier ou non manufacturier).

Source et  
réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : + 33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 4 décembre 1994



#### 4. Restructurations et performances économiques

Une étude, réalisée à l'occasion de la XIXe Journée des Centrales de bilans à partir de ces mêmes données, pose la question du lien entre performances économiques et financières et opérations de restructuration (Kremp, 1994).

Ce lien a été étudié de trois façons : en comparant les performances des entreprises restructurées à celles des autres entreprises un an avant leur opération de restructuration ; en comparant les performances de ces deux types d'entreprises une année ou plusieurs années après ; enfin en étudiant la variation des performances des entreprises qui se restructurent, c'est-à-dire en regardant si les entreprises ont, quelques années après, amélioré ou détérioré leurs performances par rapport à leurs propres résultats antérieurs. Une attention particulière est portée dans cette étude sur la méthodologie utilisée pour mesurer l'impact des restructurations. Ainsi la prise en compte des performances passées, de l'hétérogénéité des comportements et des caractéristiques de survie des entreprises qui ne se restructurent pas est essentielle pour bien analyser les résultats <sup>1</sup>.

Les conclusions sont les suivantes. Les entreprises ayant participé à des opérations de fusions-acquisitions entre 1985 et 1987, soit comme bénéficiaires, soit comme apporteurs partiels, ont, l'année précédant l'opération, une rentabilité brute du capital d'exploitation inférieure à celles des entreprises qui ne disparaissent pas et qui ne connaissent pas d'opérations de restructuration au cours des six années à venir. Cette moindre performance se constate également en termes de taux de marge nette (capacité d'autofinancement nette/chiffre d'affaires), de résultat rapporté au chiffre d'affaires et de rentabilité financière, que cette dernière soit mesurée par le ratio capacité d'autofinancement nette/financement propre ou par le ratio résultat/capitaux propres <sup>2</sup>.

Quel que soit le ratio de performance considéré, les opérations de restructuration permettent aux entreprises d'améliorer leur situation par rapport à leurs propres performances passées, sans que cette amélioration puisse être interprétée comme la simple conséquence des mauvaises performances initiales. En effet, des tests économétriques montrent que la prise en compte des performances initiales des entreprises dans l'analyse de la variation des performances n'annule pas l'écart positif entre la variation de performance des entreprises qui se restructurent et celle des entreprises qui ne se restructurent pas.

Cependant cette amélioration n'est pas toujours suffisante pour que les performances des entreprises restructurées atteignent celles des entreprises qui ne se sont pas restructurées au cours de la même période et qui ont survécu. Cinq ans après, l'écart est encore négatif en terme de rentabilité brute du capital d'exploitation, non significatif pour les taux de marge nette et de rentabilité financière ; il n'est positif que pour le taux de marge brute.

Ainsi, cette étude sur les liens entre restructurations et performances économiques suggère d'interpréter les restructurations comme une réponse à de mauvais résultats, permettant aux entreprises qui se restructurent et qui avaient des performances en dessous de la moyenne de rattraper partiellement leur retard et d'obtenir des niveaux de performance, cinq ans après leur restructuration, plus proches de ceux des entreprises qui ont survécu sans s'être restructurées.

<sup>1</sup> De même, le recul avec lequel l'effet d'une restructuration est jugé peut modifier les conclusions.

<sup>2</sup> Voir en annexe la définition précise de ces ratios

### ÉCARTS DE PERFORMANCE ENTRE LES ENTREPRISES QUI SE RESTRUCTURENT ET LES ENTREPRISES QUI NE SE RESTRUCTURENT PAS

	Rentabilité brute du capital d'exploitation	Taux de marge brute (EBG/chiffre d'affaires)	Taux de marge nette (CAF nette/chiffre d'affaires)	Résultat/chiffre d'affaires	Rentabilité financière (CAF nette/finan- cement propre)	Rentabilité financière (Résultat/capi- taux propres)
Écart entre les pré- performances .....	--	=	-	-	-	--
Écart entre les post- performances .....	-	+	=	=	=	=
Écart entre les variations de performance .....	++	+	+	+	+	++
<p>Pour chaque année de restructuration étudiée (1985, 1986, 1987), le groupe témoin est constitué des entreprises présentes dans le fichier de la Centrale de bilans cette année-là, l'année précédente et cinq ans après, soit sept années au total.</p> <p>La pré-performance est mesurée un an avant l'opération de restructuration.</p> <p>La post-performance est mesurée cinq ans après l'opération de restructuration.</p> <p>La variation de performance est définie comme la différence entre la post-performance et la pré-performance.</p> <p>Un signe négatif signifie que, en moyenne, les entreprises qui se restructurent sont moins performantes que les entreprises qui continuent d'exister et qui ne se restructurent pas.</p> <p>Source : Kremp (1994)</p>						

## ANNEXE

## 1. La base de données

Le fichier de la Centrale de bilans de la Banque de France comprend près de 300 000 bilans sur la période 1985-1993, correspondant à 20 000 entreprises en début de période et 35 000 en fin de période. Ce fichier est basé sur le volontariat des entreprises qui adhèrent à la Centrale de bilans ; il n'est donc pas exhaustif, et une entrée ou une sortie de l'échantillon ne correspond pas forcément à une création ou à une disparition d'entreprise. En 1990, le taux de couverture est de 7,7 %, mesuré par le nombre d'entreprises, et de 46,5 %, en termes d'effectifs <sup>1</sup>.

Ce taux de couverture varie beaucoup en fonction de la taille et de l'appartenance sectorielle des entreprises. Pour le secteur manufacturier, le taux de couverture en termes d'effectifs est de 64,1 %, allant de 8,2 % pour les entreprises de moins de 20 salariés à 55 % pour celles de 20 à 499 salariés, et à 85 % pour les entreprises de plus de 500 salariés.

La définition du champ sur lequel porte l'étude est délicate puisque les entreprises qui se restructurent modifient leur champ d'action. Les opérations de restructuration comptabilisées ici dans le champ « industrie » concernent des entreprises adhérant à la Centrale de bilans l'année de leur restructuration appartenant à l'industrie. Les entreprises avec lesquelles cette opération a lieu peuvent, elles, ne pas appartenir à l'industrie ; d'autre part, l'entreprise qui appartient au secteur industriel l'année de sa restructuration peut, les années suivantes, changer de secteur.

<b>RÉPARTITION DE L'ÉCHANTILLON DE LA CENTRALE DE BILANS EN 1985, 1992 et 1993 PAR TAILLE ENTRE ENTREPRISES RESTRUCTURÉES ET ENTREPRISES NON RESTRUCTURÉES</b>												
	1985				1992				1993 (a)			
	<100 salariés	100-1000 salariés	>1000 salariés	Total	<100 salariés	100-1000 salariés	>1000 salariés	Total	<100 salariés	100-1000 salariés	>1000 salariés	Total
<b>Nombre total d'entreprises</b>	<b>16 408</b>	<b>4 904</b>	<b>609</b>	<b>21 921</b>	<b>28 503</b>	<b>6 240</b>	<b>618</b>	<b>35 361</b>	<b>27 006</b>	<b>5 743</b>	<b>553</b>	<b>33 302</b>
<b>Entreprises participant à une opération de restructuration</b>												
Industrie en nombre.....	44	126	58	<b>228</b>	186	210	69	<b>465</b>	194	215	68	<b>477</b>
en pourcentage	0,7	3,9	14,8	2,4	1,6	5,5	18,3	3,0	1,8	6,0	20,7	3,2
Hors industrie en nombre.....	117	72	25	<b>214</b>	315	165	41	<b>521</b>	296	154	45	<b>495</b>
en pourcentage	1,1	4,4	11,6	1,8	1,8	6,9	17,0	2,6	1,8	7,1	20,1	2,7
<b>Entreprises ne participant pas à une opération de restructuration</b>												
Industrie en nombre.....	5 988	3 143	335	<b>9 466</b>	11 172	3 634	308	<b>15 114</b>	10 656	3 371	261	<b>14 288</b>
Hors industrie en nombre.....	10 259	1 563	191	<b>12 013</b>	16 830	2 231	200	<b>19 261</b>	15 860	2 003	179	<b>18 042</b>
(a) Chiffres provisoires												
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24												
Mise à jour le 4 décembre 1994												

<sup>1</sup> Ces taux de couverture sont calculés à partir de la base SUSE de l'INSEE, en sélectionnant les entreprises soumises aux « Bénéfices Industriels et Commerciaux », voir Figarol (1993).

## 2. Définition des ratios

Rentabilité brute du capital d'exploitation = EBE CDB / capital d'exploitation

Taux de marge brute = EBG CDB / chiffre d'affaires

Taux de marge nette = CAF nette / chiffre d'affaires

Résultat / chiffre d'affaires

Rentabilité financière =  $\frac{\text{capacité d'autofinancement nette}}{\text{financement propre}}$   
 $\frac{\text{résultat}}{\text{capitaux propres}}$

EBE CDB = excédent brut d'exploitation  
 + personnel extérieur  
 + participation des salariés

EBG CDB = EBE CDB  
 + produits et charges hors exploitation  
 (produits intérêts et assimilés, autres opérations courantes,  
 opérations exceptionnelles, transferts de charges)

CAF nette = EBG CD  
 – charges de maintien du potentiel de production  
 – intérêts endettement  
 – impôts sur les bénéfices

Résultat de l'exercice = CAF nette  
 + /– plus-value sur cessions d'actifs  
 – dotations hors exploitation aux amortissements  
 et provisions (nettes de reprises)

Capital d'exploitation = ensemble des éléments nécessaires en permanence à l'exercice  
 de l'activité courante  
 = équipement productif  
 + capitaux immobilisés dans le cycle d'exploitation

Financement propre = capitaux propres  
 + réserves d'autofinancement

## Références bibliographiques

Banon Cécile (1990), « Les opérations de RES et de LMBO : le profil économique et financier d'une entreprise-cible d'un RES ou LMBO », *Cahiers économiques et monétaires*, numéro 35, p. 97-119.

Bavay François et Beau Denis (1990), « L'impact des politiques de croissance externe : l'expérience des entreprises françaises au cours des années quatre-vingt », *Économie et Statistique*, numéro 35, p. 29-39.

Blanchard Pierre, Bresson Georges, Corbel Patrick, Kramarz Francis et Sevestre Patrick (1993), « Fluctuations de la production, restructurations et mouvements d'emploi », Rapport à la MIRE, ERUDITE, Université de Paris Val-de-Marne.

Bishop Matthew et Kay John (1993), *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.

Corbel Patrick et Fréchou Hélène (1994), « Les restructurations industrielles de 1979 à 1991 », *INSEE Première*, numéro 318, mai.

Figarol Christiane (1993), « Données sur l'exhaustif BIC 1990 : taux de couverture de l'échantillon Centrale de bilans par secteur et tranche d'effectifs », B93/17, Observatoire des entreprises, Banque de France, septembre.

Hamel Gary et Prahalad C. K. (1994), *La conquête du futur*, Interéditions.

Kremp Élisabeth (1994), « Restructurations industrielles et performances financières des entreprises en France », présenté à la XIXe journée des Centrales de bilans, 7 février 1995, Centre Pierre Mendès-France, ministère de l'Économie, Paris.

Pottier Claude (1993), « Acquisitions et concurrence oligopolistique mondiale, le cas des groupes industriels français », *Revue française d'économie*, volume VIII, 2, printemps, p. 177-208.

Sachwald Frédérique (1993), *Europe et globalisation, acquisitions et accords dans l'industrie*, IFRI, Masson.

Wright Mike, Chiplin Brian et Thompson Steve (1993), « The Market for Corporate Control », dans Bishop et Kay (Eds), p. 97-133.

# L'INFLUENCE DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE SUR LA SPHÈRE RÉELLE : LES CANAUX DU CRÉDIT

Cet article traite du rôle des imperfections financières dans l'explication des cycles conjoncturels. Les canaux de transmission de la politique monétaire, qui ne se limitent pas à l'influence directe des taux d'intérêt sur la demande des agents non financiers, repris dans l'expression « canal du crédit » sont décrits, afin de préciser les hypothèses nécessaires à chacun d'entre eux.

FABIENNE ROSENWALD

*Direction des Études économiques et de la Recherche  
Centre de recherche*

■ Le *canal large du crédit* repose sur le fait que tous les moyens de financement externes sont des substituts imparfaits au financement interne. La différence de coût entre ces deux sortes de financement varie inversement avec la richesse nette de l'emprunteur. Tout choc qui affecte cette richesse (choc sur la valeur des garanties, sur les prix futurs du capital, sur la valeur de l'immobilier par exemple) est alors propagé et amplifié. Le canal large du crédit est le mécanisme par lequel la politique monétaire, et plus généralement tout choc, affecte la différence de coût entre le financement externe et le financement interne. Les effets d'un choc varient donc selon l'exposition des emprunteurs aux imperfections financières.

■ Le *canal strict du crédit* distingue les crédits bancaires des autres moyens de financement. Il est plus spécialement lié à la nature particulière des banques par rapport aux autres intermédiaires financiers. Il repose sur une imparfaite substitution entre les prêts bancaires

et les autres actifs financiers à la fois à l'actif des banques et au passif des entreprises (ou du moins dans une catégorie d'entre elles). La politique monétaire agit directement sur les prêts bancaires : après une contraction monétaire les banques réajustent leur portefeuille en réduisant leur offre de prêts (elles ne peuvent pas compenser autrement à cause de l'imparfaite substitution). L'activité des agents fortement dépendants de ce type de financement est alors touchée.

■ Le canal strict centre son analyse sur les prêts bancaires et sur les chocs monétaires. Le canal large du crédit repose plus sur l'amplification des effets due aux imperfections financières que sur la possibilité de la politique monétaire de modifier l'offre de prêts bancaires.

■ Des résultats empiriques sur l'existence de ces canaux principalement aux États-Unis et au Royaume-Uni sont présentés dans la dernière partie de cet article.

Lors du dernier cycle conjoncturel qu'ont connu les pays industrialisés, une attention toute particulière a été portée aux facteurs financiers. Devant la difficulté à expliquer la majeure partie des fluctuations observées, on s'est penché sur les liens entre la sphère réelle et la sphère financière. Le rôle des imperfections financières du marché des capitaux sur la propagation et l'amplification de l'environnement financier, et notamment monétaire, a été particulièrement mis en avant.

À côté d'un canal traditionnel, appelé *canal monétaire* (liquidité – taux d'intérêt), certains économistes mettent en valeur des frictions sur le marché des capitaux comme élément fondamental de transmission et de propagation de variations monétaires. Deux approches sont envisagées.

Le *canal du crédit au sens large* part de la constatation qu'il existe des imperfections financières sur les marchés des capitaux (dus à des problèmes d'information imparfaite). Tous les moyens de financement externe des agents sont alors des substituts imparfaits au financement interne. La différence de coût entre ces deux financements dépend de plusieurs facteurs sur lesquels peut agir en particulier la politique monétaire. Les travaux se rattachant à ce courant étudient les conséquences des imperfections du marché des capitaux sur les moyens de financement des entreprises, sur leurs décisions d'investissement, d'emploi et de stockage, sur la nature des intermédiaires financiers et sur la propagation de chocs monétaires.

Le *canal du crédit au sens strict* est, quant à lui, lié à la nature particulière des banques qui, à la fois, recueillent des dépôts (souvent soumis à des conditions de réserves) et distribuent des crédits. Si les banques ne peuvent isoler leur activité de prêteur des chocs de la politique monétaire et si certains emprunteurs ne peuvent substituer à leurs emprunts bancaires d'autres financements, alors la politique monétaire, en agissant sur l'offre de fonds bancaires proposée à ces agents, a un rôle, indépendant du mouvement de l'ensemble des taux d'intérêt, sur leurs décisions de dépenses.

Les deux approches sont différentes puisque dans le cas du canal large du crédit les banques ne jouent pas de rôle particulier et que tout choc, même non monétaire, qui affecte la prime de coût entre le financement externe et le financement interne peut déclencher un mécanisme de propagation.

La mise en évidence de l'existence d'un canal du crédit permettrait de mieux comprendre les évolutions et les significations des principaux agrégats et variables financières. En particulier cela expliquerait le faible impact des taux d'intérêt sur les décisions d'investissement des entreprises, observé empiriquement, sans pour autant nier les effets que peut avoir la politique monétaire sur les décisions de dépenses des agents. On pourrait ainsi mettre en relief les conséquences des caractéristiques des marchés financiers dans l'influence des politiques monétaires et souligner l'importance de la composition des portefeuilles des banques ainsi que les effets de toutes les réglementations du secteur bancaire. Finalement, le canal du crédit expliquerait l'existence d'effets différenciés de la politique monétaire sur les entreprises selon leur taille. Une petite entreprise serait plus touchée qu'une grande entreprise lors d'une restriction monétaire parce qu'elle n'a guère accès à d'autres moyens de financement que les crédits bancaires.

Dans cet article, nous passerons successivement en revue les principaux courants économiques se rapportant au canal monétaire et au canal du crédit, au sens strict et au sens large, afin de mieux en cerner les concepts.

Dans une première partie, nous évoquerons le *canal monétaire*, qui est le plus connu, et qui passe uniquement par le taux d'intérêt (dans le modèle IS/LM il n'y a qu'un seul marché de titres). L'offre et la demande de monnaie déterminent le taux d'intérêt réel qui affecte les décisions d'investissement et la production. Puis, dans une deuxième partie, nous décrirons le *canal strict du crédit* qui met l'accent sur les imperfections du marché du crédit et sur le rôle particulier des banques. Nous traiterons aussi le cas du rationnement du crédit pour bien le situer : il peut accompagner le canal strict ou large du crédit, mais il n'est pas nécessaire à leur existence. Nous présenterons ensuite le *canal large du crédit* qui cherche à expliquer comment les imperfections financières transmettent et amplifient les modifications

survenues dans la sphère financière surtout par leur impact sur la richesse et la situation patrimoniale des entreprises.

Enfin, dans une dernière partie, nous présenterons quelques résultats empiriques (données provenant principalement des États-Unis, mais aussi de la France et du Royaume-Uni) réalisés afin de tester l'existence d'un canal du crédit.

## 1. Le canal monétaire

Avant de présenter les canaux du crédit, il est nécessaire de rappeler les principaux éléments du modèle de base qui explique les relations entre sphère financière et demande de biens.

### 1.1. Le modèle IS/LM

Ce modèle de base de la macro-économie keynésienne suppose, au moins à court terme, une rigidité des prix. Il comporte seulement deux actifs financiers : la monnaie et un actif portant intérêt. La politique monétaire a des effets sur les décisions réelles des agents au travers des mouvements des taux d'intérêt réels.

Dans le modèle IS/LM la courbe IS correspond aux couples  $(Y, r)$  (où  $Y$  représente la production et  $r$  le taux d'intérêt) associés à l'équilibre sur le marché des biens. La courbe LM correspond à l'équilibre sur le marché de la monnaie. Elle est croissante dans le plan  $(Y, r)$ . L'offre de monnaie est exogène, alors que la demande de monnaie varie positivement avec le revenu  $Y$  (motifs de transaction et de précaution) et négativement avec le taux d'intérêt  $r$  (prix de la liquidité et motif de spéculation). L'équilibre correspond à l'intersection des deux courbes IS et LM.

Il y a interdépendance réel-monétaire. Une politique monétaire expansionniste provoque ainsi une baisse du taux d'intérêt  $r$  et une hausse de la production nationale  $Y$ . La politique monétaire est d'autant plus efficace que la demande de monnaie est peu sensible au taux d'intérêt et que la demande de biens (investissement) est au contraire très sensible au taux d'intérêt.

L'effet d'une expansion monétaire passe par les ajustements des portefeuilles des agents économiques entre la monnaie et les actifs financiers portant intérêt. Ces derniers ne sont pas explicitement traités dans le modèle IS/LM : le marché des actifs financiers rapportant intérêt est le troisième marché, à côté de celui des biens et de la monnaie, automatiquement équilibré après les deux autres par la loi de Walras. Pour que la part des actifs financiers rapportant intérêt diminue dans le portefeuille, modification rendue nécessaire par l'accroissement de l'offre exogène de monnaie, leur prix doit augmenter, c'est-à-dire que le taux d'intérêt doit diminuer.

### 1.2. Les hypothèses sur les anticipations

Dans le modèle IS/LM tout repose sur l'ajustement imparfait des prix. Si les prix s'ajustaient tout de suite, un changement du stock de monnaie se répercuterait aussitôt sur les prix et les quantités réelles resteraient inchangées.

Ainsi les effets de la politique monétaire dépendent largement des hypothèses retenues pour la formation des anticipations des agents économiques que nous n'avons pas explicitées jusqu'ici (cf. Laroque [1991]). Si les anticipations de prix nominaux sont indépendantes des mouvements du taux d'intérêt nominal on retrouve les conclusions du modèle IS/LM classique. Par contre, si, lorsque les taux d'intérêt nominaux varient, les prix anticipés actualisés ne sont pas constants (ce qui correspond à une baisse ou une hausse de l'inflation), alors les décisions réelles des agents ne sont pas modifiées à la suite d'un changement de politique monétaire. Ainsi la modélisation des anticipations des agents est très importante pour les conclusions sur l'effet d'une politique monétaire. Un changement de politique



monétaire anticipé n'a d'effet dans le cadre du modèle IS/LM que dans la mesure où les agents pensent que les grandeurs nominales ne vont pas s'ajuster immédiatement aux variations de taux.

## 2. Le canal strict du crédit

Le modèle sous-jacent au canal monétaire du modèle IS/LM ne distingue que deux actifs dans l'économie : la monnaie et un actif portant intérêt. Le rôle des banques dans cette approche se limite à la création monétaire. L'offre totale de monnaie est proportionnelle à la base monétaire (monnaie Banque centrale), la politique monétaire opère via le passif bancaire, c'est-à-dire sur le marché des dépôts qui constituent la masse monétaire. L'actif des banques est indifférencié. Leur création monétaire peut provenir d'octroi de crédits ou d'achats de biens ou d'actifs financiers à des agents non financiers.

Un autre canal de transmission peut être envisagé : le canal du crédit au sens strict. Le débat entre économistes porte sur l'existence du canal du crédit et sur son importance relative par rapport au canal monétaire. Le canal strict du crédit comprend deux mécanismes de transmission. Le premier est celui des relations « autorités monétaires-banques » et le second est celui des relations « banques-secteur privé ».

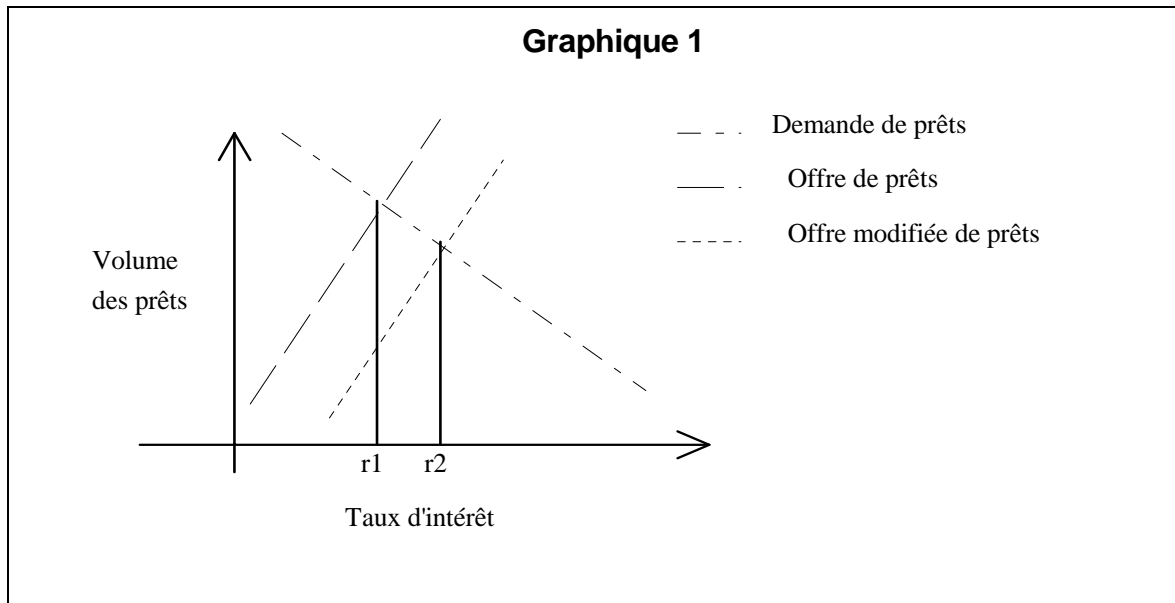
### 2.1. Passage autorités monétaires-banques

Le premier mécanisme de transmission fonctionne de la façon suivante : les banques ont à la fois un rôle de création de monnaie et un rôle d'octroi de crédits bancaires. Un effet indépendant du canal monétaire peut donc provenir du côté de l'actif bancaire à travers les prêts accordés par les banques. Suite à un durcissement de la politique monétaire, les banques ajustent leur portefeuille en réduisant leur offre de prêts.

Il faut donc que les banques ne puissent pas compenser l'effet de la contraction monétaire sur leur bilan autrement qu'en réduisant leur offre de prêts et soient donc dans l'incapacité de pouvoir protéger leur activité d'octroi de crédits bancaires en réajustant leur portefeuille. Elles pourraient en effet émettre des certificats de dépôt (pour augmenter leur passif) ou vendre leur portefeuille de titres (au lieu de contracter leurs prêts à l'actif). Il doit donc y avoir imparfaite substituabilité à l'actif bancaire entre les crédits et les autres actifs.

Du côté du portefeuille de titres, cela peut s'expliquer pour des raisons de liquidité. Les banques sont toujours confrontées au risque de retrait non anticipé des dépôts : il leur faut donc détenir des actifs liquides facilement négociables. À propos de l'émission de certificats de dépôt Romer et Romer [1990] soutiennent que l'offre de certificats de dépôt est parfaitement élastique au taux du marché : n'importe quelle banque peut émettre autant de certificats de dépôt qu'elle le souhaite sans payer de prime. Kashyap et Stein [1994] soutiennent par contre que les banques sont confrontées, comme les autres agents économiques, à des problèmes d'information asymétrique. Le coût marginal d'émission des certificats de dépôt est une fonction croissante du montant émis : l'écart entre le taux des certificats de dépôt et celui des bons du Trésor de même maturité dépendrait de la qualité de la banque considérée.

La réaction de l'offre de crédits bancaires à la suite d'une restriction monétaire peut se traduire par une hausse des taux d'intérêt sur les prêts, par suite d'un mouvement de la courbe d'offre des banques (graphique 1 où  $r_2$  est supérieur à  $r_1$ ). À un taux d'intérêt donné, les banques offrent un volume de prêts moins important.



Il peut également y avoir rationnement du crédit (voir le paragraphe suivant). Cependant, même si les taux des crédits ne sont pas modifiés après un changement de taux directeurs, cela ne signifie pas nécessairement qu'il y ait rationnement du crédit. Il se peut que les banques offrent implicitement des contrats de prêts avec assurance sur le taux offert. Ce taux reste fixe, ou évolue très lentement, même si le taux de marché est variable. Ceci prémunit les emprunteurs réticents au risque contre une hausse des taux de marché, la contrepartie correspondant à des taux de crédits plus élevés lorsque les taux directeurs sont plus faibles. On peut aussi envisager des contrats de prêts renégociés quand les entreprises sont en mauvaise situation financière ou quand les taux du marché sont élevés. Pour éviter une faillite, les banques préfèrent renégocier et accorder de nouveaux prêts à des taux plus faibles (Berger et Udell [1992]).

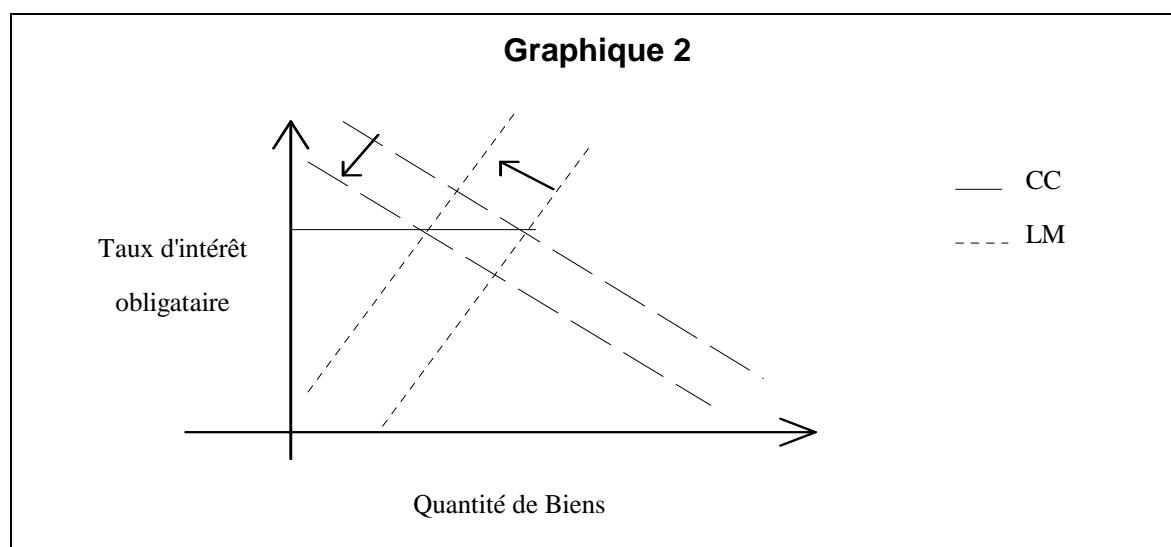
## 2.2. Passage banques-secteur privé

Le deuxième mécanisme qui repose sur les imperfections du marché du crédit intervient dans les relations entre banques et emprunteurs. L'idée de base est qu'il existe des agents pour lesquels les prêts bancaires et les autres actifs financiers ne sont pas parfaitement substituables. Confrontés à une restriction de l'offre de prêts, ces emprunteurs vont donc réduire leurs dépenses.

Le canal strict du crédit peut certes s'accompagner d'un rationnement du crédit, mais ce phénomène n'est pas nécessaire. Le rationnement du crédit, bien que faisant partie de la littérature sur les imperfections financières, est un sous-ensemble du canal large du crédit distinct du canal strict du crédit. Il correspond au cas où des emprunteurs seraient prêts à s'endetter au taux proposé par les banques, ou à un taux plus élevé, mais où aucune banque n'est prête à leur accorder des crédits : la demande de prêts excède l'offre au taux d'intérêt proposé. Ceci peut s'expliquer par des problèmes d'antisélection (le bénéfice d'un prêt dépend des caractéristiques de l'emprunteur, inconnues du banquier) et/ou par des problèmes d'aléa moral (le rendement d'un prêt dépend des actions que l'emprunteur entreprendra après la signature du contrat). Une hausse du taux d'intérêt de la part des banques, pour équilibrer l'offre et la demande, ferait en fait baisser leurs bénéfices bruts en attirant les emprunteurs les plus risqués et en décourageant les projets les moins risqués (Stiglitz et Weiss [1981]).

Le canal strict du crédit met en avant l'offre de crédit des banques, au lieu de ne prendre en compte que la demande de monnaie des agents non financiers (Bernanke et Blinder [1988]). L'effet de la contraction monétaire se transmet à l'économie réelle par la baisse de l'offre de crédit bancaire. Dans le modèle IS/LM seule la courbe LM se déplace à la suite d'un choc monétaire. Dans le cadre du canal

strict du crédit, la courbe représentant l'équilibre sur le marché des biens, appelée CC (*commodities and credit*), dépend à la fois du taux obligataire et du taux des crédits bancaires. À la suite d'une contraction monétaire, ce dernier taux est modifié et la courbe CC se déplace en même temps que la courbe LM, si bien qu'à la limite la politique monétaire peut même avoir des conséquences réelles non négligeables sans que les taux d'intérêt obligataires soient modifiés (cf. graphique 2). Ceci permet d'expliquer les effets de la politique monétaire sur les décisions d'investissement et sur le niveau des stocks, alors que les tests économétriques traditionnels échouent à prouver un lien entre ces variables et les taux d'intérêt obligataires. De plus, l'existence d'un canal du crédit tend à montrer que les petites entreprises sont plus touchées que les grandes entreprises par un durcissement de la politique monétaire, puisqu'elles n'ont guère de moyens de financement à substituer aux prêts bancaires.



### 2.3. Implications empiriques

Toute la littérature sur le canal strict du crédit s'applique à prouver que ce canal existe en dehors du canal monétaire. L'hypothèse fondamentale est l'imparfaite substitution entre les prêts bancaires et les autres actifs financiers, chez les banques et chez les entreprises (ou au moins dans une catégorie d'entreprises et/ou de banques) : une restriction monétaire doit affecter l'activité de crédit des banques et certaines firmes ne doivent pas être en mesure de compenser une baisse de l'offre de prêts bancaires en se finançant directement sur les marchés. Les banques doivent jouer un rôle spécial par rapport aux autres intermédiaires financiers dans l'octroi de financement aux entreprises, par exemple parce qu'elles acquièrent un monopole informationnel sur leurs clients (Sharpe [1990] et Rajan [1992]).

Les modèles théoriques incorporant ces deux ingrédients sont rares. L'imparfaite substitution au niveau du financement des entreprises est un thème répandu dans la littérature économique, comme nous le verrons plus loin. Le point délicat se situe dans la modélisation du passage « autorités monétaires-banques ».

Il faut cependant citer l'article de Fisher [1994] qui construit un modèle incorporant les deux mécanismes. La friction qui permet le passage « autorités monétaires-banques » est une hypothèse de participation limitée. Une contraction monétaire réduit les fonds disponibles des banques et donc leur offre de crédit. Les entreprises se rendent plus souvent que les consommateurs à la banque et seront donc touchées en premier par tout choc monétaire. La friction qui permet le deuxième passage « banques-secteur privé » est un problème d'information incomplète et coûteuse à obtenir. Cependant, la modélisation du premier passage n'est pas tout à fait satisfaisante, dans le sens où les estimations empiriques effectuées ne correspondent pas tout à fait aux résultats théoriques.

Une étude de Kashyap et Stein [1994] différencie les grandes banques des petites banques commerciales. En cas de contraction monétaire, ces dernières trouvent moins facilement des financements externes (émission de certificats de dépôt, par exemple) parce qu'elles sont elles aussi confrontées à des imperfections financières ; en effet, les investisseurs qui achètent des certificats de dépôt tiennent compte de la qualité de la banque émettrice. Des problèmes d'antisélection, de coûts d'agence ou d'information imparfaite, aboutissent à ces imperfections financières. Ces banques limitent alors leur offre de crédit et dans ce cas, ce serait elles qui vérifieraient la première hypothèse de transmission des chocs de politique monétaire au secteur privé. Les résultats empiriques semblent compatibles avec cette modélisation mais les tests sont fragiles, compte tenu de la qualité des données disponibles.

En revanche, Friedman et Kuttner [1993] ne parviennent pas à mettre en évidence un rôle économique important de la structure des bilans bancaires. De plus, ils trouvent que les mouvements de prix et de quantités définis par rapport au système bancaire (taux d'intérêt sur les prêts et volume des prêts bancaires) sont de moins bons indicateurs de l'évolution de l'économie que ceux définis sur le marché plus large du crédit (taux des billets de trésorerie et volume de billets de trésorerie). Ceci semble indiquer qu'il ne faut pas trop centrer l'étude sur les banques (canal du crédit strict) mais de façon plus générale sur le marché du crédit (canal du crédit large).

Dans le cas français, l'existence d'un canal du crédit au sens strict semble moins probable qu'aux États-Unis car la non-substituabilité au passif des banques, nécessaire comme première courroie de transmission, est vraisemblablement plus faible.

Comme nous l'avons dit en introduction, la littérature sur le canal strict du crédit est un sous-ensemble d'une littérature plus vaste. Même si le canal strict du crédit n'est pas un phénomène important, il existe d'autres enchaînements par lesquels les facteurs financiers jouent un rôle dans la transmission et l'amplification de la politique monétaire. Il est donc intéressant d'étudier et de mettre en valeur ces imperfections du marché financier afin de mieux cerner les effets d'une politique monétaire et plus généralement de toute modification de l'environnement financier.

### 3. Le canal large du crédit

Ce courant théorique repose sur des modèles expliquant qu'il existe des imperfections sur le marché du crédit et plus généralement sur les marchés des capitaux (c'est-à-dire le lieu où les capitaux et les risques sont échangés). Ces imperfections peuvent provenir en particulier de problèmes d'information asymétrique, de coûts d'acquisition de l'information, de coûts de transaction ... La source de l'imperfection financière n'est pas aussi importante que ses conséquences.

L'existence de ces imperfections pèse sur les structures financières des entreprises, sur leurs possibilités de financement, sur leurs décisions d'investissement (Bernanke et Gertler [1989], Bernanke, Gertler et Gilchrist [1994], Oliner et Rudebush [1994]), sur leurs décisions d'emploi (Farmer [1985] et Greenwald et Stiglitz [1993]) et sur leurs comportements de stockage (Gertler et Gilchrist [1994]). Les contraintes que l'information imparfaite impose sur les possibilités de diversification des risques jouent un rôle important dans la transmission et la propagation de chocs. Ces imperfections peuvent, en particulier, avoir comme conséquence que, plus que le niveau des taux, c'est la disponibilité des crédits qui importe, d'où la dénomination de canal du crédit.

#### 3.1. Les imperfections financières

Les imperfections financières impliquent que le comportement de certains emprunteurs dépend de leur richesse nette, de leurs flux de trésorerie, de la valeur de leurs garanties à cause de leurs liens avec les conditions d'obtention des prêts. Si les explications de ces liens sont nombreuses, elles conduisent toutes à plusieurs conséquences communes. D'abord les frictions du marché du crédit créent une

*hiérarchie* des différents financements. Le financement externe est plus onéreux que le financement interne. La différence de coût reflète le coût d'agence lié à des problèmes d'information asymétrique. Ensuite, cette différence de coût *varie inversement* avec la richesse nette de l'emprunteur (c'est-à-dire avec ses fonds internes et la valeur de garantie de ses actifs illiquides). Toute modification de cette richesse peut modifier cette différence de coût, peser sur les décisions de l'entreprise et donc déclencher un mécanisme de propagation des cycles.

L'existence d'information asymétrique entre emprunteurs et prêteurs, entraînant, soit des problèmes d'incitation (Jensen et Meckling [1976]), soit des problèmes de sélection adverse (Myers et Majluf [1984]), augmente le coût du financement externe relativement au coût du financement interne. La position financière de l'emprunteur en est une variable déterminante. Les frictions qui entraînent cette dépendance peuvent provenir de différentes situations. Lorsque la rentabilité de l'investissement est inobservable et qu'il n'y a pas de possibilité d'audit de l'entreprise, alors le prêt ne doit pas dépasser la valeur des garanties (Bernanke, Gertler et Gilchrist [1994] « *collateral in advance constraint* »). Dans le cas où la rentabilité de l'investissement n'est observable que par l'emprunteur, mais que le prêteur peut auditer l'entreprise, alors le coût total de l'audit varie inversement avec la richesse nette de l'entreprise (Bernanke et Gertler [1989]). On peut aussi introduire un coût de faillite. L'entreprise tient alors compte dans ses décisions d'un coût marginal anticipé de faillite fortement dépendant de sa richesse initiale (Greenwald et Stiglitz [1993]). Si la probabilité de succès du projet dépend du comportement des entrepreneurs (aléa moral), en particulier si les entrepreneurs disposent d'informations privées sur les projets d'investissement et les actions qu'ils entreprennent, ceci introduit un coût d'agence qui a pour effet que les entrepreneurs ne sont pas assez sélectifs sur leurs projets d'investissement. Ce coût d'agence est inversement corrélé avec la richesse nette de l'entrepreneur (Bernanke et Gertler [1990]). Lorsque les résultats des projets ne sont pas observables, les prêteurs peuvent aussi introduire une contrainte de liquidité (Farmer [1985]). La richesse de l'emprunteur devient alors une variable clef de la différence de coût entre financement externe et interne. Si la qualité des opportunités d'investissement n'est pas observable de la part des prêteurs, il apparaît une prime de risque sur le financement externe, prime d'autant moins élevée que l'entreprise investit ses propres fonds dans le projet (Myers et Majluf [1984]).

En fin de compte, le canal large du crédit repose sur le fait que tous les moyens de financement externes (crédits bancaires et autres) sont des substituts imparfaits au financement interne. La différence fondamentale n'est plus entre les crédits bancaires et les autres moyens de financement, mais entre le financement interne et le financement externe, quel qu'il soit, car l'asymétrie d'information touche tous les prêteurs.

### 3.2. Effet de chocs

L'existence de ces imperfections permet de donner des bases micro-économiques à la propagation de la politique monétaire sur l'économie réelle de façon plus générale que le canal strict du crédit. La politique monétaire peut avoir des effets même sans agir directement sur l'offre de crédit des banques. Il suffit qu'elle touche la richesse nette des agents, leurs flux de trésorerie, la valeur de leurs garanties ou la valeur actualisée de leurs flux futurs, par la modification du taux d'intérêt. Ainsi, l'effet d'une hausse du taux d'intérêt sur les comportements d'un agent ne passe pas obligatoirement par l'effet classique du coût du capital (qui fait augmenter la productivité marginale exigée) mais par un effet de baisse de sa richesse nette qui réduit ses possibilités de financement. Ses capacités d'emprunt sont alors affectées et son activité en pâtit. Le choc initial est ainsi propagé et entretenu (Bernanke et Gertler [1989]).

En fait, de façon générale, le canal large du crédit est le mécanisme par lequel toute évolution de la sphère financière affecte la différence de coût entre les financements externes et les financements internes, au moins pour certains emprunteurs. Le canal du crédit strict exige lui, en plus, une imparfaite substitution entre les postes de bilan des banques et centre son analyse sur les effets des politiques monétaires. Tout choc qui modifie la richesse nette peut déclencher ce mouvement de propagation :

c'est la théorie financière des cycles ou de l'accélérateur financier, c'est-à-dire des mécanismes amplificateurs des cycles qui proviennent de la présence d'imperfections financières. Un choc sur les flux de trésorerie, sur la productivité, sur les prix futurs du capital, sur la valeur des placements immobiliers aura des conséquences sur la valeur des garanties et donc sur les termes du financement et par là sur l'activité.

Cette théorie prévoit deux conséquences empiriques vérifiables. D'abord un effet de fuite vers la qualité (« *flight to quality* ») selon lequel les emprunteurs, différenciés par les coûts d'agence auxquels ils font face, ne sont pas tous également sensibles au coût du crédit. Après une restriction monétaire, on devrait voir la part de crédits alloués aux emprunteurs les plus exposés aux imperfections du marché diminuer relativement aux autres emprunteurs. De même, les modifications des conditions financières d'un agent disposant de moyens de financements internes élevés ont moins d'impact que pour un agent avec des fonds internes restreints. La deuxième conséquence est un effet *non linéaire* au cours du cycle. L'accélérateur financier devrait être d'autant plus fort que l'économie est en récession puisque la richesse nette des agents est alors peu élevée.

### 3.3. Différences avec les modèles précédents

La différence de ces modèles avec ceux du cadre IS/LM tient à plusieurs aspects. Le modèle IS/LM ne distingue pas entre les différentes formes de financement. Il a une modélisation de la décision d'investissement très simple : les firmes investissent jusqu'au point où le rendement marginal espéré est égal au taux d'intérêt. Tous les aspects liés au risque (non diversifiable) et aux imperfections du marché du crédit sont ignorés.

Les modèles du canal du crédit mettent en avant le rôle primordial des imperfections financières sur toutes les décisions des agents et donc sur l'évolution de l'activité. Dans le cas du canal strict du crédit, la politique monétaire affecte le taux de refinancement, ce qui modifie le volume des bilans bancaires et pèse sur l'offre de crédits bancaires. Dans le cas du canal large du crédit, le taux de refinancement affecte la richesse des entreprises et donc leurs possibilités d'emprunt. Le trait commun de ces deux canaux du crédit est l'imparfaite substitution des différents modes de financement pour certaines entreprises. En fait, le canal large du crédit repose plus sur l'amplification des effets due aux imperfections financières que sur la possibilité de la politique monétaire de directement modifier l'offre de prêts bancaires.

Dans ces modèles d'imperfections financières, le degré d'accès au marché des capitaux et la situation patrimoniale des entreprises apparaissent comme des variables clefs. Toute vérification empirique ne peut donc être que micro-économique.

## 4. Les résultats empiriques

Le canal du crédit repose sur des théories micro-économiques solides mais les tests empiriques sont toujours sujets à discussion. Quand on essaie de tester les effets de la politique monétaire, on se trouve confronté à un problème d'exogénéité. L'objectif est de mesurer l'effet d'un choc exogène sur des variables endogènes (comme les prix, la production, l'emploi ...). Mais il faut être alors capable de bien identifier la variable exogène. Or la politique monétaire opère au travers d'une fonction de réaction et devient donc en partie endogène. Il s'agit alors de sélectionner la variable exogène qui représente la politique monétaire, exogène dans le sens où elle est à la fois parfaitement contrôlée par les autorités monétaires et dans le sens où il n'y a pas d'effet contemporain des variables endogènes vers elle. En particulier, il est erroné d'utiliser les innovations du stock monétaire comme indicateur des changements de politique monétaire, alors qu'elles reflètent plus des chocs de demande de monnaie que d'offre qui, elle, constitue la politique monétaire.



De même, les travaux empiriques qui essaient de distinguer entre les deux effets de transmission de la politique monétaire (canal monétaire ou canal du crédit), se heurtent à un problème d'identification. Si on trouve que le PIB est plus corrélé avec le stock de monnaie qu'avec le stock de crédit, cela ne signifie pas que la monnaie « cause » plus le PIB que le crédit. La monnaie pourrait elle-même répondre plus vite que le crédit à des chocs exogènes sur le PIB (Bernanke [1993]). Enfin les deux agrégats, monnaie et crédit, sont reliés par la contrainte de bilan de la banque et sont donc fortement colinéaires.

#### 4.1. Aux États-Unis

##### 4.1.1. Problème du choix des indicateurs exogènes de la politique monétaire

Deux types d'indicateurs exogènes de la politique monétaire sont retenus : soit les innovations relatives au taux des *Federal Funds*, soit l'indicateur construit par Romer et Romer [1989] qui représente l'orientation de la politique monétaire à partir des minutes du Comité fédéral de l'open-market (Federal Open Market Committee — FOMC —).

##### 4.1.2. Les faits stylisés

– Les taux d'intérêt (surtout le taux des *Federal Funds*) et les écarts de taux (surtout celui entre les taux des billets de trésorerie et des bons du Trésor ou celui entre un taux d'intérêt à court terme et un taux d'intérêt à long terme) dominent les agrégats monétaires dans les tests de causalité sur les variables réelles (Bernanke et Blinder [1992] et Bernanke [1990]).

– Empiriquement, on trouve que la monnaie (M1 ou M2) répond immédiatement à une restriction de la politique monétaire en se contractant. Les crédits bancaires réagissent plus tard en diminuant en même temps que la production.

– On trouve aussi un effet différencié selon la taille des entreprises à la suite d'un durcissement de la politique monétaire ou d'autres chocs sur le PIB. Les stocks et les crédits des petites entreprises baissent davantage et plus rapidement que ceux des grandes entreprises (Gertler et Gilchrist [1994]).

– Enfin, on a une asymétrie dans les réactions des agents à la politique monétaire. Celles-ci sont plus marquées en période de récession qu'en période d'expansion.

##### 4.1.3. Les explications

Les explications des faits stylisés sont controversées. Les effets quantités seront abordés avant les questions de délais chronologiques et enfin, nous examinerons celles liées aux modifications de taux d'intérêt ou de certains écarts de taux.

Le fait que l'encours de crédit baisse après un durcissement de la politique monétaire peut être dû, soit à une baisse de la demande de crédit (via le canal monétaire et la baisse de l'activité), soit à une contraction de l'offre de crédit (via le canal du crédit). Dans le premier cas, toutes les formes de financement devraient se contracter à la suite de la baisse de l'activité, ce qui n'est pas observé : les crédits bancaires déclinent fortement par rapport aux billets de trésorerie. La variable, appelée « *mix* », définie comme le ratio des prêts bancaires sur la somme des prêts bancaires et des billets de trésorerie (Kashyap, Stein et Wilcox [1993]) s'effondre après une contraction monétaire. Cette variable a de plus un grand pouvoir explicatif sur l'évolution des stocks et plus généralement des cycles. La politique monétaire et les facteurs financiers pourraient ainsi influencer le niveau des stocks sans que les taux d'intérêt apparaissent significativement dans les estimations des équations de stocks. Cependant cette émission de billets de trésorerie à la suite d'une contraction monétaire pourrait être due à un changement de comportement des agents entre épargne longue et courte (Hall et Thomson [1993]). La critique majeure que l'on peut adresser à la variable « *mix* » de Kashyap, Stein et Wilcox [1993] est qu'elle utilise des données agrégées. Si les agents sont en fait différents et ont donc des comportements hétérogènes, les résultats agrégés doivent être traités avec précaution. Ainsi Oliner et Rudebush [1993]

généralisent cette variable « *mix* » dans deux directions : en prenant en compte tous les moyens d'endettement à court terme (crédits bancaires, crédit inter-entreprises et billets de trésorerie) et en distinguant deux types d'emprunteurs, les petites entreprises (les plus touchées par les imperfections financières) et les grandes entreprises. Ils montrent que les mouvements du « *mix* » observés par Kashyap, Stein et Wilcox [1993] sont en fait dus à une réallocation de tous les types de crédits des petites entreprises vers les grandes entreprises et non pas à un mouvement de substitution des crédits bancaires vers les crédits non bancaires. C'est le mécanisme de « *flight to quality* » des modèles théoriques d'imperfections du marché financier dues à des problèmes d'information (si les coûts d'agence augmentent, les prêteurs se tournent vers les emprunteurs les moins risqués). Les auteurs ne trouvent pas de changements dans la composition de l'endettement, ni des petites entreprises, ni des grandes entreprises. Comme on assiste à un mouvement de tous les types de financement des petites entreprises vers les grandes entreprises, ceci fait baisser la part des crédits bancaires dans l'ensemble des financements puisque les grandes entreprises reposent beaucoup moins que les petites sur ce type de financement, d'où l'évolution observée du « *mix* ».

De même Gertler [1993] montre que le ratio du volume des financements à court terme des petites entreprises (essentiellement des prêts bancaires) sur le volume des financements à court terme des grandes entreprises (prêts à court terme et billets de trésorerie en parts égales) baisse après une contraction monétaire ainsi que le ratio des prêts bancaires sur les billets de trésorerie. Les emprunteurs les plus dépendants des banques sont encore plus touchés que ne le suggérerait Kashyap, Stein et Wilcox [1993].

Finalement, ces résultats sont plutôt favorables à l'existence d'un canal large du crédit : les petites entreprises, plus soumises aux imperfections financières, sont les plus touchées dans leurs financements à la suite d'un choc monétaire. Oliner et Rudebush [1994] se penchent d'ailleurs sur les liens entre le financement interne et le niveau des investissements de l'entreprise. Ils montrent qu'à la suite d'une contraction monétaire, ce lien se resserre pour les petites entreprises mais pas pour les grandes. Comme les petites entreprises sont plus soumises à des imperfections du marché du crédit, ce résultat est cohérent avec un canal large du crédit : après une contraction monétaire, le coût du financement externe augmente et l'entreprise devient très sensible à son niveau de financement interne.

La simultanéité de réaction du PIB et des prêts bancaires, et leur retard par rapport au choc de politique monétaire, peuvent être expliqués, soit par le canal monétaire (la baisse de production, résultant de la politique monétaire plus restrictive qui réduit la demande de crédits), soit par le canal strict du crédit (les prêts étant des engagements contractuels, les banques ne peuvent agir tout de suite sur leurs niveaux, elles commencent donc à vendre leurs autres actifs, puis dès qu'elles le peuvent réduisent leurs prêts), soit par le canal large du crédit. À la suite d'une récession, Gertler et Gilchrist [1994] montrent que les grandes entreprises empruntent et émettent des billets de trésorerie dans un premier temps pour financer leurs stocks trop élevés et lisser l'impact de la baisse des revenus. Par contre, le volume d'endettement à court terme décline pour les petites entreprises au même rythme que leurs stocks, après une brève augmentation. La contraction marquée des stocks des petites entreprises a d'ailleurs un impact non négligeable sur la baisse totale de l'activité.

L'écart entre les taux des « billets de trésorerie » et ceux des « bons du Trésor » (« *commercial paper-Treasury bill* » *spread*) apporte une information avancée, non pas tellement parce qu'il mesure un risque de défaut (en tant que différence entre un actif risqué et un actif non risqué, il mesure le risque perçu par les investisseurs financiers et est donc sensible à leurs anticipations sur l'évolution de l'économie), mais parce qu'il est un bon indicateur de l'orientation de la politique monétaire (Bernanke [1990]). Suite à un durcissement monétaire, les banques préfèrent restreindre leurs volumes de prêts ou émettre des certificats de dépôt plutôt que de vendre leurs bons du Trésor (qui servent par exemple à satisfaire les contraintes de la réglementation bancaire). Or les certificats de dépôt sont des actifs assez équivalents aux billets de trésorerie pour les investisseurs puisque leurs taux évoluent parallèlement à la hausse dans ce cas, alors que le cours des bons du Trésor reste plus stable : ce qui accroît l'écart. De



plus, les entreprises, confrontées à une baisse de l'offre de crédit, émettent des billets de trésorerie pour se financer, d'où la hausse de leur taux. Ceci est cohérent avec un canal strict du crédit.

Cependant, selon Friedman et Kuttner [1993], ce sont les chocs sur les *cash-flows* qui expliquent l'évolution de l'émission de billets de trésorerie et non la contraction de l'offre de crédits bancaires.

Une des explications possibles au bon pouvoir prédictif du taux de refinancement est qu'il est directement relié à la politique monétaire. Comme cette dernière a un impact direct sur l'économie, le taux apparaît naturellement comme un indicateur avancé, sauf dans le cas, comme en 1990 aux États-Unis, où la récession avait d'autres causes que la politique monétaire (Bernanke et Blinder [1992]).

Une justification du pouvoir prédictif de la pente de la courbe des taux peut être que cet indicateur reflète à la fois l'orientation de la politique monétaire et surtout l'évolution de la marge d'intermédiation des banques pesant par là sur leur offre de crédit.

Cependant Romer et Romer [1993] expliquent qu'une politique monétaire, si elle n'est pas accompagnée d'actions quantitatives spécifiques de la part des autorités monétaires sur le volume de crédit distribué, fonctionne seulement par le canal monétaire.

## 4.2. Au Royaume-Uni

La méthodologie employée par Dale et Haldane [1993] est celle des modèles VAR <sup>1</sup>.

### 4.2.1. Problème du choix des indicateurs exogènes de la politique monétaire

On peut retenir le taux minimum auquel la Banque d'Angleterre est prête à fournir des fonds sur le marché de refinancement à condition de faire des estimations annuelles pour qu'il n'y ait pas d'effet de retour des variables réelles.

### 4.2.2. Les résultats empiriques

Empiriquement, on trouve qu'à la suite d'une restriction monétaire, appréhendée par la hausse du taux de refinancement, la monnaie et le crédit se contractent (du moins à long terme) et que la production baisse. Les prix commencent, eux, à s'élever pendant un certain temps avant de baisser.

La deuxième constatation empirique est que les entreprises sont plus touchées (les auteurs utilisent un indice de production) et plus vite que les particuliers (les auteurs utilisent un indice de consommation) à la suite d'une hausse du taux de refinancement. Ces résultats empiriques sont à l'opposé de ceux trouvés par Gertler et Gilchrist [1991]. Dale et Haldane [1993] expliquent cette différence en renversant le raisonnement : les imperfections financières atténuent l'impact de la politique monétaire. Les taux d'intérêt des prêts accordés aux agents soumis à des problèmes d'imperfections financières bougent peu à la suite de chocs monétaires, ces contrats de prêts étant des contrats avec assurance (Berger et Udell [1992]). Pour ce type d'agents, les changements du taux de refinancement ont moins d'effets directs. Ceci tient au fait que ce taux n'est pas, pour les consommateurs, le meilleur indicateur du degré de contrainte qu'exerce sur eux la politique monétaire.

Il apparaît également que les entreprises commencent par augmenter leurs volumes d'emprunts et par diminuer leurs dépôts (pour financer leurs stocks), à l'inverse de ce qui se passe pour les particuliers qui subissent d'abord une réduction de leurs crédits alors que leurs dépôts augmentent. Les emprunts des entreprises et les dépôts des particuliers ne se contractent que plus tard.

<sup>1</sup> Vecteurs auto-régressifs

#### 4.2.3. Les explications

Il existerait un canal du crédit pour les particuliers, pour lesquels la baisse des prêts précède la diminution de la consommation, tandis que pour les entreprises, ce serait le canal monétaire qui agirait puisque les dépôts sont les premiers touchés.

#### 4.3. En France

Deux études récentes se penchent sur le canal du crédit.

Des tests économétriques (tests de causalité à la Granger) ont été réalisés au CEPII par Barran, Coudert et Mojon [1994] qui n'arrivent pas à établir un lien de causalité significatif pour les données françaises de variables financières (comme les agrégats monétaires, le crédit, les taux d'intérêt ou les marges — « *spreads* » — de taux d'intérêt) sur des variables réelles.

L'étude faite par Paquier [1994] conclut à la fragilité des résultats empiriques que l'on peut obtenir sur données françaises. La libéralisation financière est trop récente pour qu'on puisse disposer d'assez de données permettant de conclure de manière satisfaisante.

Paquier, en utilisant les données de l'enquête trésorerie réalisée par l'INSEE auprès d'entreprises industrielles, montre que l'écart du coût du crédit selon la taille est une fonction décroissante du taux de marché monétaire, ce qui ne semble guère aller dans le sens d'une existence d'un canal strict du crédit, sauf si on suppose un rationnement du crédit pour les PMI en cas de montée des taux d'intérêt ou un mécanisme de prêts assurance (Berger et Udell [1992]).

L'évolution du ratio, équivalent au « *mix* » de Kashyap, Stein et Wilcox [1993], des billets de trésorerie sur le financement à court terme des entreprises baisse lors d'une contraction monétaire (mesurée par la hausse des taux directeurs), alors qu'on s'attendrait à une relation inverse dans le cadre d'un canal du crédit. Le ratio calculé est autour de 20 %. L'encours des billets de trésorerie en mars 1992 était à peu près de 200 milliards de francs et celui des crédits de trésorerie aux sociétés de 820 milliards de francs. La plupart de ces billets de trésorerie (180 milliards de francs) étaient détenus par des agents financiers, à raison de 20 milliards pour les établissements de crédit et assimilés et 160 milliards pour les OPCVM. Le ratio calculé n'est donc pas exactement équivalent à celui de Kashyap, Stein et Wilcox [1993] puisqu'il comporte de fait, au numérateur, des financements bancaires. Enfin, l'écart entre le taux moyen des billets de trésorerie et celui des bons du Trésor semble corrélé avec la politique monétaire. Le point le plus délicat tient à l'hétérogénéité du taux des différents billets de trésorerie. Ce sont les taux les plus élevés des billets de trésorerie qui s'élèvent fortement lors des contractions monétaires. Comme les données ne sont pas différenciées selon la durée d'émission des billets de trésorerie, il semble très hasardeux de conclure.

La littérature sur le canal du crédit s'est beaucoup développée ces dernières années. Finalement, nous avons vu qu'il peut exister plusieurs canaux, plus ou moins restrictifs (c'est-à-dire exigeants en hypothèses), par lesquels les imperfections financières peuvent jouer en amplifiant et en propageant des chocs initiaux :

- soit via un *rationnement* accru du crédit, si le risque de défaillance des emprunts ou la perception du risque augmente,
- soit via un mouvement de l'offre de crédits bancaires : *canal strict du crédit*,
- soit via la valeur des collatéraux des entreprises, en réduisant leurs possibilités d'emprunt : *canal large du crédit*.

Une étude de l'existence et de l'importance du canal du crédit passe par un examen à la fois des quantités et des prix. Tout le problème est de pouvoir différencier un effet offre d'un effet demande

(une baisse du volume de prêts peut provenir des deux côtés). Il faut donc obligatoirement disposer d'informations supplémentaires associées de manière sûre, soit à l'offre, soit à la demande de crédit. S'ajoute aussi la difficulté d'obtenir un coût du crédit, le taux d'intérêt du prêt n'étant qu'une partie de ce dernier. Ce problème peut être résolu de façon plus générale en se plaçant dans le cadre d'imperfections financières où l'on peut alors modéliser le coût des financements externes de façon plus précise.

Tester les réponses d'agrégats macro-économiques à des mouvements de politique monétaire ne permet pas de conclure car les théories en concurrence aboutissent aux mêmes conclusions relatives aux mouvements de ces agrégats. Par contre, on peut comparer le comportement des petites entreprises (et des consommateurs) à celui des grandes entreprises en exploitant l'idée que les petites entreprises (et les consommateurs) sont plus susceptibles d'être confrontés à des frictions sur le marché du crédit. L'idée est de prendre la taille de l'entreprise comme une mesure approchée du degré d'accès au marché du capital. Dans ce cas, une approche féconde consisterait à observer les mouvements des taux selon les secteurs, ou la taille (taux des différents prêts, taux des billets de trésorerie...) suite à un mouvement des taux de refinancement. Comme nous l'avons vu, la littérature sur le canal du crédit au sens strict est un sous-ensemble de la littérature qui relie les imperfections du marché financier à l'économie réelle. Même si le canal du crédit au sens strict n'est pas un phénomène important, et même s'il ne peut pas être mis en évidence dans le cas français, il y a d'autres canaux par lesquels ces imperfections jouent un rôle dans la transmission et l'amplification de la politique monétaire. Il est donc intéressant d'étudier l'influence des imperfections du marché financier afin de mieux cerner les effets d'une politique monétaire. Une bonne compréhension des mécanismes de transmission ou tout au moins des conséquences des imperfections du marché du crédit passe obligatoirement par des travaux prenant en compte la taille des entreprises. Une étude en cours, examinant les relations entre variations du coût du crédit, variations des taux directeurs et montant du prêt, est un premier pas dans cette voie.

*Je tiens à remercier vivement Jacques Bozzi, André Icard et Henri Pagès dont les suggestions et les remarques ont été très utiles à la réalisation de cet article et tout particulièrement Pierre Sicsic pour son importante contribution. Je reste cependant responsable pour toutes erreurs ou omissions.*

## Bibliographie

F. Barran, V. Coudert, et B. Mojon [1994], « Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application à cinq pays de l'OCDE », *Document de travail du CEPII*, 9403.

A. Berger et G. Udell [1992], « Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing », *Journal of Political Economy*, 100(5).

B. Bernanke [1990], « On The Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads », *New England Economic Review*, November-December.

B. Bernanke [1993], « Commentary on How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy ? », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.

B. Bernanke et A. Blinder [1988], « Credit, Money, and Aggregate Demand », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 78(2).

B. Bernanke et A. Blinder [1992], « The Federal Funds Rate and the Channel of Monetary Transmission », *American Economic Review*, 82(4).

B. Bernanke et M. Gertler [1989], « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, 79(1).

B. Bernanke, M. Gertler et S. Gilchrist [1994], « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *NBER working paper* 4789.

S. Dale et A. Haldane [1993], « Interest Rate Control in a Model of Monetary Policy », working paper of the *Bank of England* 17.

S. Dale et A. Haldane [1993], « Interest Rates and the Channels of Monetary Transmission : Some Sectoral Estimates », working paper of the *Bank of England* 18.

R. Farmer [1985], « Implicit Contracts with Asymmetric Information and Bankruptcy : The Effect of Interest Rates on Layoffs », *Review of Economic Studies*, 52.

J. Fisher [1994], « Credit Market Imperfections and the Heterogeneous Response of Firms to Monetary Shocks », research report of *The University of Western Ontario*.

B. Friedman et K. Kuttner [1993], « Economic activity and the Short-Term Credit Markets : An Analysis of Prices and Quantities », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

M. Gertler [1993], « A Commentary on « Credit Channel or Credit Actions ? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism », by C. Romer, D. Romer », *Changing Capital Markets : Implications for Monetary Policy*, Federal Reserve bank of Kansas City.

M. Gertler et S. Gilchrist [1994], « Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms », *Quarterly Journal of Economics*, May.

B. Greenwald et J. Stiglitz [1993], « Financial Market Imperfections and Business Cycles », *Quarterly Journal of Economics*, February 1993.

B. Hall et J. Thomson [1993], « Are Bank Loans Really Special ? Evidence from Maturity Mixes and Finance Company Mixes », working paper, July 1993.

M. Jensen et W. Meckling [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3.

A. Kashyap, J. Stein et D. Wilcox [1993], « Monetary Policy and Credit Conditions : Evidence from the Composition of External Finance », *American Economic Review*, 83(1).

A. Kashyap et J. Stein [1993], « Monetary Policy and Bank Lending », *Monetary Policy*, à paraître.

A. Kashyap et J. Stein [1994], « The impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheet », *NBER* working paper 4821.

G. Laroque [1991], « Investissement et politique monétaire dans le court terme », *Document de Travail INSEE*, 9109.

S. Myers et N. Majluf [1984], « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, 13.

S. Oliner et G. Rudebush [1993], « Is There a Bank Credit Channel for Monetary Policy ? », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, October.

S. Oliner et G. Rudebush [1994], « Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy ? », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, working paper 146.

O. Paquier [1994], « Quelques éléments d'appréciation qualitatifs de la pertinence du canal du crédit dans le cas de la France », BOF note 94-034 *Direction de la Prévision*.

R. Rajan [1992], « Insiders and Outsiders : The Choice Between Relationship and Arm's Length Debt », *Journal of Finance*, 47.

V. Ramey [1993], « How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy ? », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.

C. Romer et D. Romer [1989], « Does Monetary Policy Matters ? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz », *NBER Macroeconomics Annual*, 4.

C. Romer et D. Romer [1993], « Credit Channel or Credit Actions ? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism », *Changing Capital Markets : Implications for Monetary Policy*, Federal Reserve bank of Kansas City.

S. Sharpe [1990], « Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts : A Stylized Model of Customer Relationships », *Journal of Finance*, 45.

J. Stiglitz [1992], « Capital Markets and Economic Fluctuations in Capital Economies », *European Economic Review*, 36.

J. Stiglitz et A. Weiss [1981], « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 71(3).

# LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES

## Enquête annuelle nationale à fin décembre 1993

La présente étude met principalement en évidence le désengagement très important de toutes les catégories de ménages vis-à-vis des titres d'OPCVM. On constate par ailleurs, comme les années précédentes, qu'en dépit d'une meilleure diffusion des valeurs mobilières, la concentration des portefeuilles reste forte puisque plus de 60 % de l'encours global des titres se trouvent encore logés dans un peu moins de 10 % des comptes. <sup>1</sup>

MONIQUE CHOCRON  
LYDIE MARCHAND

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

■ Les résultats de cette enquête annuelle qui porte sur la situation à fin décembre 1993 sont basés sur l'exploitation des données relatives aux portefeuilles de la clientèle des principaux établissements dépositaires de titres <sup>1</sup>. Ils couvrent 45 % des actions françaises cotées, 57 % des obligations françaises et près de 70 % des titres d'OPCVM et complètent l'étude portant sur le dernier trimestre et sur l'ensemble de l'année 1993, et élaborée à partir d'un échantillon légèrement plus réduit

d'établissements qui est disponible depuis le mois d'août 1994 (cette étude a été publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 8 d'août 1994).

■ La première partie de la présente enquête concerne, comme l'enquête trimestrielle, l'évolution des portefeuilles par catégorie de titres et groupes de détenteurs.

<sup>1</sup> Les principales banques, les sociétés de bourse, les caisses d'épargne et La Poste, à l'exclusion du portefeuille-titres propre de ces établissements

■ *La seconde partie* apporte des informations qui ne sont disponibles qu'annuellement sur la diffusion des valeurs mobilières parmi les personnes physiques : selon le montant du portefeuille, l'âge et la catégorie socio-professionnelle du détenteur.

■ Ces informations autorisent une analyse plus fine, en permettant d'une part de différencier les établissements où sont disposés les titres, et d'autre part de croiser les informations par catégories socio-professionnelles, par tranches d'âge et par tranches de montant de portefeuille avec celles des capitaux investis dans les différentes valeurs.



## 1. Évolution des portefeuilles par catégories de titres et groupes de détenteurs

REPRÉSENTATIVITÉ DES ACTIONS FRANÇAISES COTÉES ET DES OBLIGATIONS FRANÇAISES DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LA CAPITALISATION BOURSIFIÈRE			
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière
	1992	1993	1993
Actions françaises cotées.....	34,4	36,5	42,3
Obligations françaises.....	65,6	63,5	57,7
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			
Mise à jour le 16 février 1995			

La comparaison de la valeur des portefeuilles recensés avec le montant de la capitalisation boursière correspondant montre que, comme les années précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est de l'ordre de 6 points.

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
	(en pourcentage)	
	1992	1993
PAR RAPPORT A LA CAPITALISATION BOURSIFIÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	47,8	44,7
Obligations françaises.....	55,3	57,1
PAR RAPPORT A L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	70,9	68,9
dont OPCVM court terme.....	65,8	64,6
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 16 février 1995		

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin décembre 1993 s'est améliorée pour les obligations françaises dont le taux de couverture a progressé de près de 2 points (57,1 %, contre 55,3 % à fin décembre 1992).

La représentativité de l'échantillon s'est à l'inverse réduite pour les actions françaises cotées (– 3,1 points) et pour les titres d'OPCVM français (– 2 points).

*1.1. Évolution des portefeuilles selon les catégories de valeurs*

ÉVOLUTION DES ENCOURS ET DE LA STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES					
(encours en millions de francs)					
	1992	1993	Variations en pourcentage 1993/1992	Structures en pourcentage	
				1992	1993
<b>Actions</b>					
– françaises cotées.....	924 112	1 270 746	37,5	18,8	21,2
– françaises non cotées.....	103 927	93 992	- 9,6	2,1	1,6
– étrangères.....	180 016	212 175	17,9	3,7	3,5
<b>Obligations</b>					
– françaises.....	1 765 178	2 212 598	25,3	35,9	37,0
– étrangères.....	143 542	196 538	36,9	2,9	3,3
<b>Titres d'OPCVM français</b>					
– OPCVM court terme.....	1 044 966	995 364	- 4,7	21,2	16,6
– autres titres d'OPCVM.....	729 385	972 048	33,3	14,8	16,2
<b>Titres d'OPCVM étrangers.....</b>	<b>32 579</b>	<b>31 714</b>	<b>- 2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
<b>Total.....</b>	<b>4 923 705</b>	<b>5 985 175</b>	<b>21,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse de l'année (évaluation fraction courue du coupon comprise, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un faible montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent en dépôt au siège des sociétés.					
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 16 février 1995					

*L'évolution des portefeuilles des agents économiques, telle qu'elle ressort de l'enquête annuelle, traduit l'expansion soutenue du marché des actions stimulée notamment par la baisse régulière des taux d'intérêt et par le lancement des privatisations (BNP, Rhône-Poulenc). La baisse des taux d'intérêt a également été favorable au marché obligataire, qui est resté bien orienté tout au long de l'année.*

*À l'inverse, l'année 1993 a été marquée par un désengagement important des ménages français vis-à-vis des OPCVM monétaires, conséquence de la réduction des avantages fiscaux qui leur étaient accordés, de la possibilité de céder certains titres d'OPCVM en vue d'acquérir sous dossier PEA des titres du grand emprunt d'État, et d'un regain d'intérêt pour les placements en actions et en obligations.*

L'encours total des portefeuilles a progressé en 1993 de 21,6 %, contre 8,0 % environ l'année précédente. Les obligations françaises ont contribué à hauteur de 9,1 points à l'évolution globale des encours (7,1 points pour les actions françaises cotées et 3,9 points seulement pour les titres d'OPCVM). Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'obligations et d'actions françaises ont augmenté d'environ 8 % et 10 %. Le volume des acquisitions semble donc avoir été significatif.

Ces évolutions ont modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était en décembre 1992 au détriment des titres d'OPCVM français dont la part a chuté de 3,2 points, essentiellement au profit des actions françaises cotées (+ 2,4 points).

## ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES

(montant en milliards de francs)

	Capitalisation boursière (a)		Variations en pourcentage	Indices en pourcentage (b)	Enquête-titres en pourcentage
	1992	1993	1993/1992	1993/1992	1993/1992
Actions					
françaises cotées.....	1 931,7	2 844,0	47,2	27,1	37,5
Obligations					
françaises .....	3 194,2	3 877,0	21,4	17,5	25,3
Titres d'OPCVM français (c) .....	2 501,5	2 856,0	14,2		10,9
dont OPCVM court terme .....	1 588,7	1 542,4	- 2,9		- 4,7
Valeurs étrangères .....				45,3	26,3
(a) Source COB					
(b) Indice INSEE pour les actions françaises cotées et les valeurs étrangères, indice Crédit lyonnais pour les obligations					
(c) Actif net des OPCVM					
Réalisation : Banque de France					
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				Mise à jour le 16 février 1995	

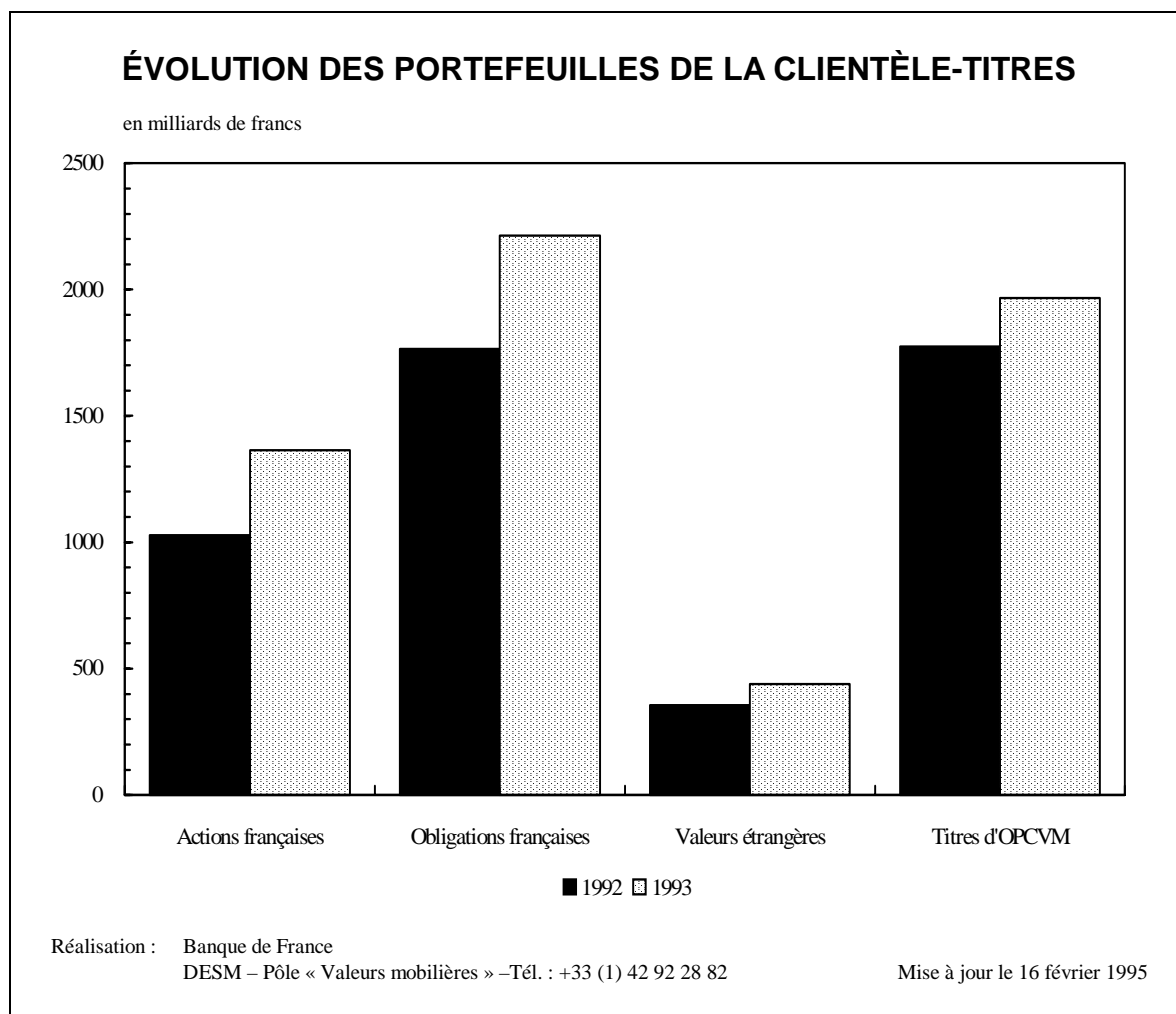
L'évolution de la valeur des portefeuilles, pendant la période considérée, résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes <sup>1</sup>.

En 1993, on observe que l'évolution de l'enquête-titres est inférieure à celle de la capitalisation boursière pour les *actions cotées* (+ 37,5 %, contre + 47,2 %) mais est très proche pour les *obligations françaises* (25,3 %, contre 21,4 %).

La progression des *titres d'OPCVM* dans l'enquête est inférieure à celle de l'actif net de ces organismes <sup>2</sup> (10,9 %, contre 14,2 %), du fait de l'importance des retraits effectués par les ménages (qui occupent une place prépondérante dans l'enquête). Le repli observé notamment sur les portefeuilles de titres à court terme est supérieur de près de 2 points à celui de l'actif net.

<sup>1</sup> Souscriptions + achats – ventes, pour les actions  
Souscriptions + achats – ventes – recouvrements, pour les obligations  
Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

<sup>2</sup> Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.



## 1.2. Répartition des portefeuilles selon les groupes de détenteurs

### 1.2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

À fin 1993, la progression globale des portefeuilles gérés par les établissements participant à l'enquête (+ 21,6 % par rapport à fin 1992) recouvre des évolutions très contrastées selon les différents secteurs :

– *Le portefeuille des ménages*, qui détiennent près de 40 % des valeurs de l'enquête a progressé environ de 12 % (28 % pour les actions françaises cotées, et 24 % pour les obligations françaises, 3,5 % pour les titres d'OPCVM).

La faible progression globale des titres d'OPCVM français détenus par les ménages résulte d'une évolution contrastée entre les titres à court terme (– 17,4 %) et les titres à long terme (+ 32,7 %).

– *Le portefeuille des sociétés* (14 % des valeurs de l'enquête), s'est développé de 28,7 % (+ 42,8 % pour les actions françaises cotées, 17,8 % pour les obligations françaises et 21,5 % pour les OPCVM court terme).

– L'encours total détenu par les *non-résidents* (12,5 % des valeurs de l'enquête) affiche une hausse de 36 % à laquelle les actions cotées ont contribué majoritairement.

– Le portefeuille des *entreprises d'assurance et des caisses de retraite* (13 %, des valeurs de l'enquête) a augmenté de près de 25 %. Les obligations françaises ont contribué à hauteur de 16,5 points à cette augmentation.

– Par rapport à l'année précédente, l'encours total du portefeuille des *OPCVM*, qui détiennent près de 19 % des valeurs de l'enquête, a progressé de 37 %, soit une hausse de 22 points due aux seules obligations françaises.

– Enfin, le portefeuille des *associations et groupements divers* (2,4 % des valeurs de l'enquête) s'est développé de plus de 25 % correspondant à une contribution des titres d'OPCVM français de 18,5 points.

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
<i>(en millions de francs aux cours de bourse de fin d'année)</i>								
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers (a)	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
<b>Actions</b>								
– françaises cotées .....	259 370	332 204	152 598	217 860	49 681	66 585	8 409	9 732
– françaises non cotées .....	21 095	25 740	30 755	37 966	5 879	8 837	919	664
– étrangères .....	49 438	59 041	41 054	48 745	11 030	8 006	1 662	1 707
<b>Obligations</b>								
– françaises .....	426 318	530 102	101 372	119 416	377 811	477 155	23 622	29 727
– étrangères .....	10 030	8 265	6 478	13 941	26 210	42 847	868	831
<b>Titres d'OPCVM français</b>								
– OPCVM court terme .....	691 239	571 115	188 863	229 421	59 062	58 202	47 577	57 770
– autres titres d'OPCVM .....	495 903	658 029	81 943	109 665	70 696	86 878	24 420	34 211
<b>Titres d'OPCVM étrangers</b> .....	25 243	22 652	3 753	4 010	615	956	139	221
<b>Total</b> .....	<b>1 978 636</b>	<b>2 207 148</b>	<b>606 816</b>	<b>781 024</b>	<b>600 984</b>	<b>749 466</b>	<b>107 616</b>	<b>134 863</b>
	Non-résidents		Établissements de crédit et assimilés (b)		OPCVM		Total	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
<b>Actions</b>								
– françaises cotées .....	261 719	399 349	75 362	74 052	116 973	170 964	924 112	1 270 746
– françaises non cotées .....	1 513	1 270	38 383	18 102	5 383	1 413	103 927	93 992
– étrangères .....	7 058	16 871	37 576	26 232	32 198	51 573	180 016	212 175
<b>Obligations</b>								
– françaises .....	186 759	207 047	106 505	137 283	542 791	711 868	1 765 178	2 212 598
– étrangères .....	47 126	58 389	23 553	21 416	29 277	50 849	143 542	196 538
<b>Titres d'OPCVM français</b>								
– OPCVM court terme .....	5 037	7 524	31 349	29 536	21 839	41 796	1 044 966	995 364
– autres titres d'OPCVM .....	5 607	10 140	24 605	40 438	26 211	32 687	729 385	972 048
<b>Titres d'OPCVM étrangers</b> .....	955	1 330	1 048	1 266	826	1 279	32 579	31 714
<b>Total</b> .....	<b>515 774</b>	<b>701 920</b>	<b>338 381</b>	<b>348 325</b>	<b>775 498</b>	<b>1 062 429</b>	<b>4 923 705</b>	<b>5 985 175</b>
(a) Administrations privées dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la Comptabilité nationale								
(b) Intermédiaires financiers, en principe résidents, qui n'assurent pas eux-mêmes la conservation des titres de leurs clients.								
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82								
Mise à jour le 16 février 1995								

### 1.2.2. Répartition par groupes de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit

Le tableau suivant montre comment se répartissaient, en 1993, les diverses catégories de valeurs mobilières entre les secteurs de l'économie (hors établissements de crédit).

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Actions					
	françaises cotées		françaises non cotées		étrangères	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
Ménages .....	30,6	27,8	32,2	33,9	34,7	31,8
Sociétés .....	18,0	18,2	46,9	50,0	28,8	26,2
Entreprises d'assurances et caisses de retraite .....	5,9	5,6	9,0	11,6	7,7	4,3
Associations et groupements divers (a) .....	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	0,9
Non-résidents .....	30,8	33,4	2,3	1,7	5,0	9,1
OPCVM .....	13,8	14,3	8,2	1,9	22,6	27,7
<b>Total</b> (hors établissements de crédit)	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Titres d'OPCVM					
	français court terme		français « autres »		étrangers	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
Ménages .....	68,2	59,1	70,4	70,6	80,1	74,4
Sociétés .....	18,6	23,8	11,6	11,8	11,9	13,2
Entreprises d'assurances et caisses de retraite .....	5,8	6,0	10,0	9,3	2,0	3,1
Associations et groupements divers (a) .....	4,7	6,0	3,5	3,7	0,4	0,7
Non-résidents .....	0,5	0,8	0,8	1,1	3,0	4,4
OPCVM .....	2,2	4,3	3,7	3,5	2,6	4,2
<b>Total</b> (hors établissements de crédit)	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Obligations				Total	
	françaises		étrangères		1992	1993
	1992	1993	1992	1993		
Ménages .....	25,7	25,5	8,4	4,7	43,2	39,2
Sociétés .....	6,1	5,8	5,4	8,0	13,2	13,9
Entreprises d'assurances et caisses de retraite .....	22,8	23,0	21,8	24,5	13,1	13,3
Associations et groupements divers (a) .....	1,4	1,4	0,7	0,5	2,3	2,4
Non-résidents .....	11,3	10,0	39,3	33,3	11,2	12,5
OPCVM .....	32,7	34,3	24,4	29,0	16,9	18,8
<b>Total</b> (hors établissements de crédit)	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
(a) « Administrations privées » dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la Comptabilité nationale						
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 16 février 1995						

L'importance relative des portefeuilles détenus par les ménages a fléchi de 4 points entre 1992 et 1993, alors que celle des non-résidents et des OPCVM a progressé respectivement de 1,3 point et 1,9 point.

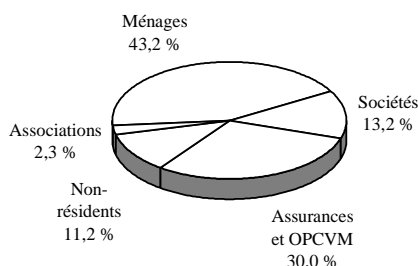
Selon cette étude, les non-résidents détiennent environ un tiers des *actions françaises cotées* du sous-ensemble analysé (soit 2,6 points de plus qu'à fin décembre 1992), les ménages, deuxième détenteur d'actions cotées, en détiennent 27,8 %.

Les *obligations françaises* du sous-ensemble sont détenues majoritairement par les OPCVM (34,3 %).

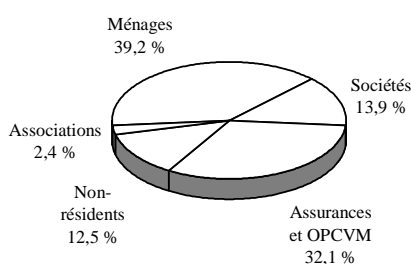
Selon le tableau précédent, 60 % des *titres d'OPCVM court terme* sont détenus par les ménages (contre 68,2 % à fin décembre 1992). Les sociétés, qui arrivent en deuxième position, détiennent 23,8 % de ces valeurs, soit une augmentation de plus de 5 points par rapport à l'année précédente.

### RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES SELON LES GROUPES DE DÉTENTEURS

#### 1992 Enquête annuelle



#### 1993 Enquête annuelle



Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 16 février 1995

## 1.3. La composition des portefeuilles par groupes de détenteurs

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
<b>Actions</b>						
– françaises cotées .....	13,1	15,1	25,1	27,9	8,3	8,9
– françaises non cotées .....	1,1	1,2	5,1	4,9	1,0	1,2
– étrangères .....	2,5	2,7	6,8	6,2	1,8	1,1
<b>Obligations</b>						
– françaises .....	21,5	24,0	16,7	15,3	62,9	63,7
– étrangères .....	0,5	0,4	1,1	1,8	4,4	5,7
<b>Titres d'OPCVM français</b>						
– OPCVM court terme .....	34,9	25,9	31,1	29,4	9,8	7,8
– autres titres d'OPCVM .....	25,1	29,8	13,5	14,0	11,8	11,6
<b>Titres d'OPCVM étrangers.....</b>	1,3	1,0	0,6	0,5	0,1	0,1
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Associations et groupements divers		Non-résidents		OPCVM	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
<b>Actions</b>						
– françaises cotées .....	7,8	7,2	50,7	56,9	15,1	16,1
– françaises non cotées .....	0,9	0,5	0,3	0,2	0,7	0,1
– étrangères .....	1,5	1,3	1,4	2,4	4,2	4,9
<b>Obligations</b>						
– françaises .....	22,0	22,0	36,2	29,5	70,0	67,0
– étrangères .....	0,8	0,6	9,1	8,3	3,8	4,8
<b>Titres d'OPCVM français</b>						
– OPCVM court terme .....	44,2	42,8	1,0	1,1	2,8	3,9
– autres titres d'OPCVM .....	22,7	25,4	1,1	1,4	3,4	3,1
<b>Titres d'OPCVM étrangers.....</b>	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 16 février 1995						

On observe dans le tableau ci-dessus des modifications sensibles dans la structure des portefeuilles des différents secteurs. Les variations les plus importantes concernent les portefeuilles :

- des *ménages*, dont la part relative en titres d'OPCVM court terme a perdu 9 points en un an,
- des *sociétés*, dont la part relative en actions cotées a gagné près de 3 points (– 1,7 point pour les titres d'OPCVM court terme),
- des *non-résidents*, dont la part relative en actions françaises cotées a progressé de 6,2 points au détriment de celle des obligations françaises (– 6,7 points),
- des *OPCVM* enfin, dont la part relative en obligations françaises a perdu 3 points au profit des actions cotées (+ 1 point) et des valeurs étrangères (+ 1,7 point).



#### 1.4. Structure des portefeuilles des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires ou de portefeuilles <sup>1</sup>, dans les trois grandes banques et dans les autres établissements

Les tableaux ci-après permettent de mettre en évidence certaines particularités dans la composition des portefeuilles des ménages et des sociétés selon le type d'organisme dépositaire.

PORTEFEUILLE DES MÉNAGES						
(en pourcentage)						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
Actions						
– actions françaises .....	26,4	29,0	16,3	19,2	11,5	12,7
– actions étrangères .....	10,0	9,6	3,3	3,6	1,1	1,3
Obligations						
– obligations françaises .....	6,3	7,7	20,9	23,6	23,7	26,3
– obligations étrangères .....	0,7	0,8	0,4	0,4	0,5	0,3
Titres d'OPCVM français						
– OPCVM court terme .....	26,5	17,0	28,7	21,2	39,4	29,9
– OPCVM autres .....	28,8	34,4	27,1	29,7	23,5	29,3
Titres d'OPCVM étrangers .....	1,2	1,5	3,3	2,3	0,2	0,2
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 16 février 1995						

Les titres d'OPCVM français sont majoritaires dans le portefeuille des ménages quel que soit l'établissement gestionnaire (entre 51 % et 59 %), mais la part relative des OPCVM court terme a baissé dans les trois groupes considérés. La diminution a atteint 9,5 points chez les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les autres établissements et 7,5 points chez les trois grandes banques.

<sup>1</sup> Le concept « banques d'affaires ou de portefeuilles » fait référence à la classification par groupes homogènes de la Commission bancaire.

# ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS AU QUATRIÈME TRIMESTRE 1994

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter 190 milliards de francs au quatrième trimestre, après 163 milliards le trimestre précédent.

CLAUDE MEILLER

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Pôle Valeurs mobilières*

■ Après avoir enregistré une dégradation très forte au cours du troisième trimestre, l'activité sur les marchés primaires obligataires s'est redressée sensiblement au cours de la période sous revue.

■ 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 quatrième trimestre 1994 ont progressé de 91 milliards de francs à 130 milliards.

■ Leur durée de vie moyenne (près de 9 ans) s'est réduite de deux ans d'un trimestre sur l'autre.

■ Nette des amortissements, la collecte globale a progressé de 20 milliards de francs à 100 milliards.

■ Au terme de l'année écoulée, les règlements nets ont enregistré un excédent de 22 milliards de francs.

■ Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 3 900 milliards de francs à fin décembre 1994.

■ Les émissions d'actions sont revenues de 73 milliards de francs à 60 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 détérioration de l'activité que l'on a observée sur les marchés primaires obligataires au cours des neuf premiers mois de l'année ne s'est pas poursuivie au cours de la période sous revue, caractérisée néanmoins par une grande prudence 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 européens <sup>1</sup>, la hausse des taux d'intérêt à long terme intervenue au cours des deuxième et troisième trimestres avait déjà sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières <sup>2</sup>.

Le dernier trimestre a globalement enregistré une reprise de l'activité. Le retour timide des investisseurs non résidents sur le marché à court terme de l'eurofranc a conduit quelques émetteurs à rouvrir en octobre ce compartiment. Sur le marché intérieur <sup>3</sup>, la clientèle des particuliers (attirée par les conditions de rémunération attachées aux nouveaux emprunts) est restée largement recherchée par les émetteurs à plus long terme. Après avoir enregistré une amélioration sensible en novembre, l'activité a toutefois fléchi en décembre (notamment sur le marché de l'eurofranc), les intervenants sur les différents compartiments ayant respecté la traditionnelle pause de fin d'année.

Globalement, les émissions brutes réglées au cours du quatrième trimestre se sont élevées à 130 milliards de francs (91 milliards le trimestre précédent) <sup>4</sup>. L'essentiel (77 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et un peu plus de 1 % l'a été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. *Nette des amortissements*, la collecte globale s'est élevée à 100 milliards de francs, en hausse de 80 milliards sur celle du trimestre précédent.

Au terme de l'année écoulée, les émissions brutes ont atteint 543 milliards de francs, contre 735 milliards — mais 625 milliards si l'on exclut le grand emprunt d'État, GEE (110 milliards de francs) — en 1993. Net des amortissements, leur montant a atteint 319 milliards de francs, en recul de 192 milliards (mais 82 milliards hors GEE) sur celui de 1993.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Plusieurs émetteurs résidents ont également saisi les opportunités d'emprunts en devises qu'offraient les marchés internationaux.

<sup>4</sup> Les non-résidents ont collecté 23 milliards de francs (entièrement sur le compartiment international), contre 6 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 <sup>e</sup> trim. 1994	4 <sup>e</sup> trim. 1994	Année 1994	Année 1993		3 <sup>e</sup> trim. 1994	4 <sup>e</sup> trim. 1994	Année 1994	Année 1993
				<b>ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)</b>				
61,0	73,0	261,5	360,2	État	23,0	70,9	195,1	304,0
13,9	27,0	113,3	194,0	Établissements de crédit et assimilés	1,4	10,2	15,2	77,4
9,3	6,3	58,9	91,9	Sociétés non financières	- 4,9	- 1,2	18,0	55,2
0,2	0,8	25,4	9,0	Autres émetteurs résidents	- 0,8	- 1,9	19,5	4,4
<b>84,4</b>	<b>107,2</b>	<b>459,1</b>	<b>655,1</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>18,8</b>	<b>78,0</b>	<b>247,8</b>	<b>441,0</b>
78,7	101,7	397,5	526,6	dont émissions intérieures des résidents	14,4	73,9	203,3	327,8
5,7	5,5	61,6	128,5	dont émissions internationales des résidents	4,4	4,1	44,5	113,3
<b>6,2</b>	<b>22,9</b>	<b>83,7</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>0,8</b>	<b>21,5</b>	<b>71,5</b>	<b>70,5</b>
<b>90,6</b>	<b>130,1</b>	<b>542,8</b>	<b>734,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>19,6</b>	<b>99,5</b>	<b>319,4</b>	<b>511,5</b>
81,7	101,7	402,5	526,6	dont émissions intérieures	17,3	73,9	206,9	326,3
8,9	28,4	140,3	207,9	dont émissions internationales	2,3	25,6	112,4	185,2

(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

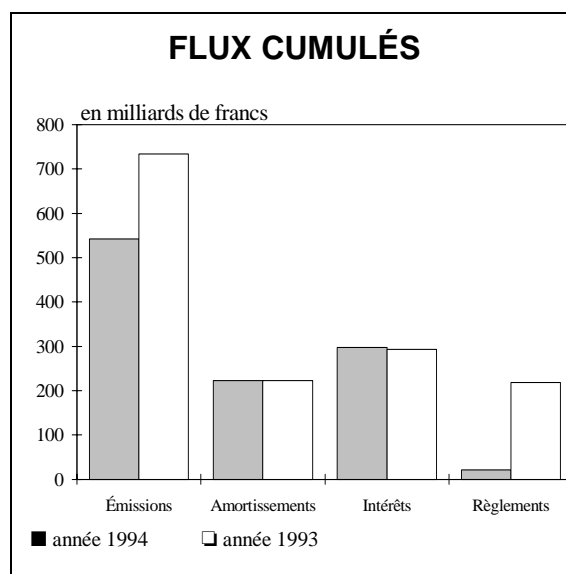
Mise à jour le 10 février 1995

### 1.2. Les règlements des souscripteurs en 1994

En données annuelles, *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) — n'ont enregistré qu'un excédent de 22 milliards de francs en 1994, contre 190 milliards (mais 80 milliards hors GEE) en 1993.

PRINCIPAUX FLUX OBLIGATAIRES				
Ensemble des marchés (a)				
(en milliards de francs)				
	Année 1994	Année 1993	Année 1992	
1. Émissions brutes.....	542,8	734,5	504,1	
2. Amortissements .....	223,4	223,0	176,4	
3. Intérêts .....	297,6	293,3	272,4	
4. Règlements nets [1 - (2+3)]	21,8	218,2	55,4	

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs en francs et en écus émis sur le marché intérieur et le marché international (cotés à la Bourse de Paris)



## 1.3. La structure des émissions

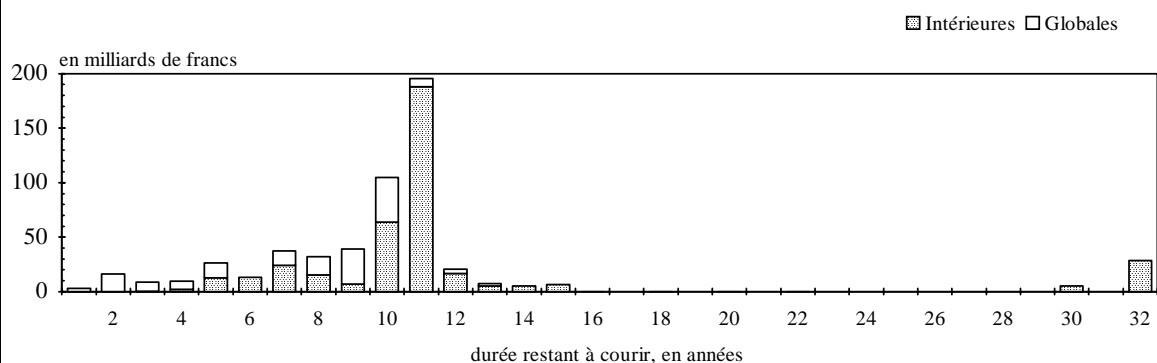
OBLIGATIONS ÉMISES AU COURS DE L'ANNÉE 1994 (a)						
(en milliards de francs)						
	Encours	Durée de vie moyenne	≤ 5 ans	5 < ans ≤ 10	10 < ans ≤ 15	> 15 ans
<b>TOTAL</b>						
– Ensemble des marchés.....	561,4	10,3	63,9	226,9	235,5	35,2
– Marché intérieur.....	420,3	11,4	15,4	148,4	221,5	35,2
<b>ÉTAT</b>						
– Marché intérieur.....	274,5	12,7	–	58,5	182,3	33,7
<b>ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS</b>						
– Ensemble des marchés.....	118,7	8,2	26,8	60,7	29,8	1,5
– Marché intérieur.....	71,9	9,3	9,0	39,6	21,7	1,5
<i>Banques</i>						
– Ensemble des marchés.....	37,8	7,6	12,6	13,9	10,2	1,1
– Marché intérieur.....	22,2	9,6	1,5	13,9	5,7	1,1
<i>Sociétés financières</i>						
– Ensemble des marchés.....	16,5	8,5	2,1	13,5	0,9	–
– Marché intérieur.....	9,9	9,5	0,5	8,5	0,9	–
<i>Institutions financières spécialisées</i>						
– Ensemble des marchés.....	54,3	8,7	9,4	28,2	16,3	0,4
– Marché intérieur.....	30,9	9,5	4,2	13,5	12,8	0,4
<b>SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES</b>						
– Ensemble des marchés.....	58,8	9,3	5,1	34,1	19,7	–
– Marché intérieur.....	44,2	9,2	3,0	24,6	16,7	–
<i>GEN (y compris La Poste et France Télécom)</i>						
– Ensemble des marchés.....	21,0	11,5	1,5	1,0	18,5	–
– Marché intérieur.....	18,0	11,4	1,5	1,0	15,5	–
<b>NON-RÉSIDENTS</b>						
– Ensemble des marchés.....	83,8	7,0	31,7	49,1	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 28 février 1995						

La durée de vie moyenne des émissions en francs et en écus réglées sur l'ensemble des marchés intérieur et international (soit 133 milliards de francs en valeur nominale) est revenue de 11 ans environ à moins de 9 ans d'un trimestre sur l'autre. Pour l'ensemble de l'année 1994, elle ressort à 10 ans et 4 mois, contre un peu moins de 10 ans en 1993<sup>1</sup> et plus de 12 ans en 1992. Cette maturité moyenne a atteint 11 ans et 5 mois pour les emprunts émis sur le marché intérieur (420 milliards de francs en valeur nominale) en raison de l'incidence de la politique d'adjudication d'OAT suivie par le Trésor<sup>2</sup>. En revanche, elle s'est établie à un peu plus de 7 ans (près de 9 ans en 1993) pour les obligations réglées sur le marché international (141 milliards de francs en valeur nominale).

<sup>1</sup> Le 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.

<sup>2</sup> La durée de vie moyenne des OAT émises en 1994 ressort, comme en 1993, à près de 13 ans contre 18 ans en 1992. Près de 88 % des montants adjudugés ont concerné des OAT « notionnelles » (à échéance d'environ 10 ans) et, pour la quasi-totalité du solde, des lignes à 30 ans.

## ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS AU COURS DE L'ANNÉE 1994



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

Mise à jour le 28 février 1995

## 1.4. L'activité des émetteurs résidents

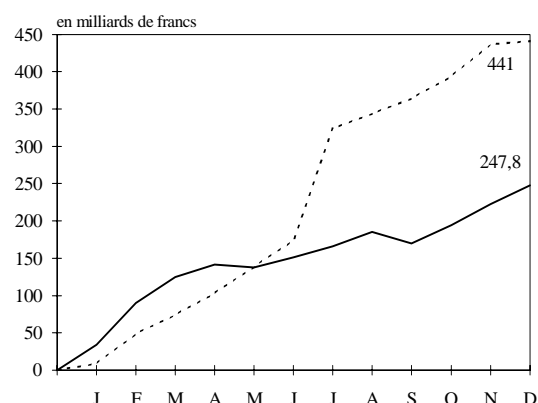
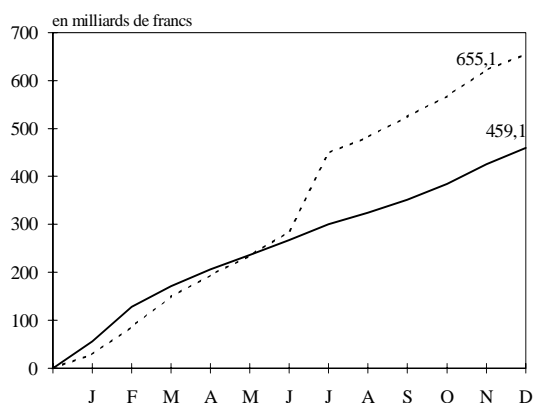
## ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES RÉSIDENTS

Brutes

Nettes

--- 1993 — 1994

--- 1993 — 1994



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

Mise à jour le 10 février 1995

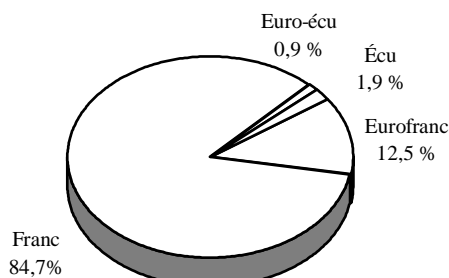
Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale a progressé de 84 milliards de francs à 107 milliards d'un trimestre sur l'autre. La diminution des remboursements d'emprunts (de 65 milliards de francs à 30 milliards environ) a renforcé la collecte nette qui a atteint 78 milliards de francs au quatrième trimestre 1994 (19 milliards le trimestre précédent).

En données annuelles, la collecte brute en francs et en écus des résidents s'est élevée à 459 milliards de francs en 1994, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1993 (655 milliards de francs mais 545 milliards hors GEE). Nette des amortissements, elle s'est établie à 248 milliards de francs en 1994, contre 441 milliards (331 milliards hors GEE) un an auparavant.

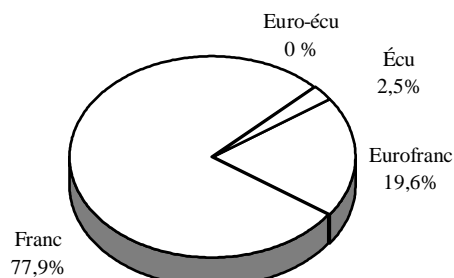
Globalement, les résidents ont sensiblement réduit en proportion leur appel au compartiment international (un peu plus de 13 % du montant de leurs emprunts en 1994, contre près de 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). En revanche, ils ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 2,8 % du total des émissions en 1994, contre 2,5 % en 1993. Plus des deux tiers (69 %) des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État ont concerné des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % en 1993.

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

Année 1994

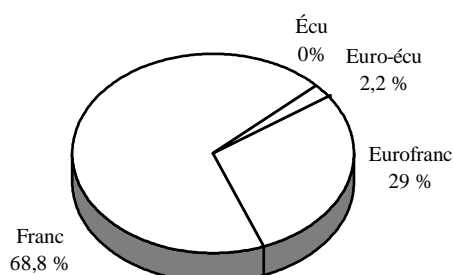


Année 1993

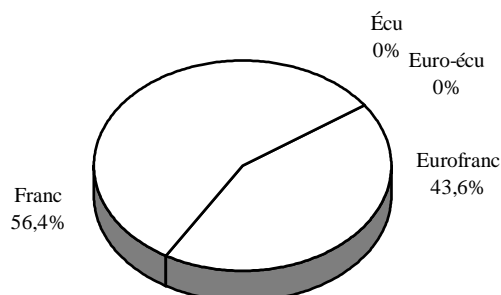


### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)

Année 1994



Année 1993



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

Mise à jour le 10 février 1995

*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 <sup>e</sup> trim. 1994	4 <sup>e</sup> trim. 1994	Année 1994	Année 1993		3 <sup>e</sup> trim. 1994	4 <sup>e</sup> trim. 1994	Année 1994	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
61,0	73,0	261,5	360,2	État	23,0	70,9	195,1	304,0
9,2	23,0	66,9	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 2,5	7,5	- 17,0	11,9
8,3	4,9	44,4	48,2	Sociétés non financières	- 5,4	- 2,6	6,1	12,3
0,2	0,8	24,6	4,1	Autres émetteurs résidents	- 0,8	- 1,9	19,0	- 0,5
<b>78,7</b>	<b>101,7</b>	<b>397,5</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>14,4</b>	<b>73,9</b>	<b>203,3</b>	<b>327,8</b>
<b>3,0</b>	—	<b>5,0</b>	—	<b>Non-résidents</b>	<b>2,9</b>	—	<b>3,7</b>	<b>- 1,5</b>
<b>81,7</b>	<b>101,7</b>	<b>402,5</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>17,3</b>	<b>73,9</b>	<b>206,9</b>	<b>326,3</b>
3,0	1,7	8,7	16,4	dont émissions en écus (b)	1,9	1,7	6,5	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
—	—	—	—	État	—	—	—	—
4,7	4,0	46,3	79,9	Établissements de crédit et assimilés	3,9	2,7	32,1	65,5
1,0	1,4	14,4	43,7	Sociétés non financières	0,5	1,4	11,9	42,9
—	—	0,8	4,9	Autres émetteurs résidents	—	—	0,5	4,9
<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>61,6</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>44,5</b>	<b>113,3</b>
<b>3,2</b>	<b>22,9</b>	<b>78,7</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>- 2,1</b>	<b>21,5</b>	<b>67,9</b>	<b>72,0</b>
<b>8,9</b>	<b>28,4</b>	<b>140,3</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>2,3</b>	<b>25,6</b>	<b>112,4</b>	<b>185,2</b>
—	—	5,0	—	dont émissions en écus	- 3,3	- 1,8	- 4,3	- 2,5
—	—	4,3	—	dont émissions en écus des résidents	—	- 1,3	—	- 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 10 février 1995			

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État ont progressé de 61 à 73 milliards de francs.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur quatre lignes d'OAT, respectivement à 8 ans (8,8 milliards sur la ligne 8,50 % novembre 2002 et 7,6 milliards sur la ligne 8,50 % avril 2003), à 10 ans (52 milliards sur la ligne nouvelle 7,50 % avril 2005 créée en octobre 1994<sup>1</sup>) et à 15 ans (2,9 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008). Le montant nominal des soumissions retenues lors des séances d'adjudication s'est élevé à 57,3 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 9,3 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une hausse significative en octobre et en novembre avant de diminuer fortement début décembre (7,94 %), affichant alors une hausse de 2 points de base par rapport à l'adjudication du mois de septembre 1994.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne à partir du 6 octobre ont atteint 7 milliards de francs.

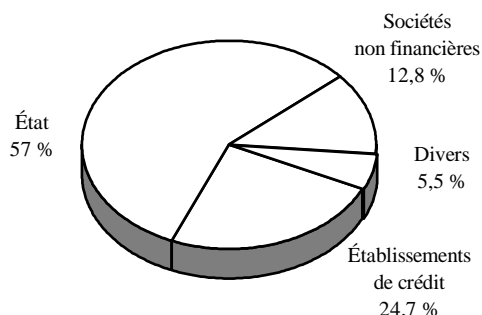


Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus<sup>1</sup> réalisée le 9 novembre et portant sur la ligne 6 % avril 2004 créée en octobre 1993. Le montant nominal émis s'est élevé à 315 millions d'écus, soit environ 2 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti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

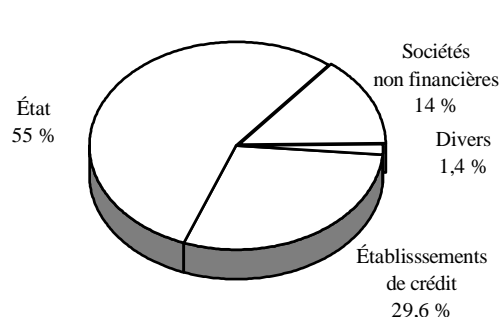
Les remboursements d'emprunts effectués au quatrième trimestre n'ayant atteint que 2 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 71 milliards de francs (contre 23 milliards le trimestre précédent).

### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

Année 1994

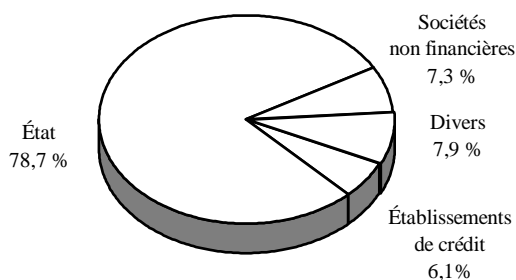


Année 1993

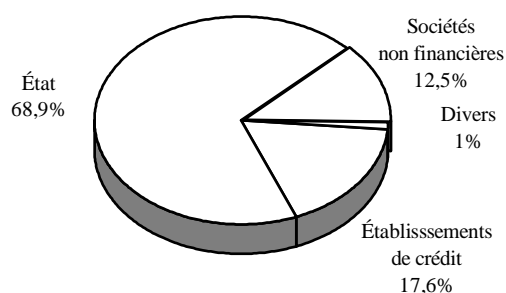


### ÉMISSIONS NETTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

Année 1994



Année 1993



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

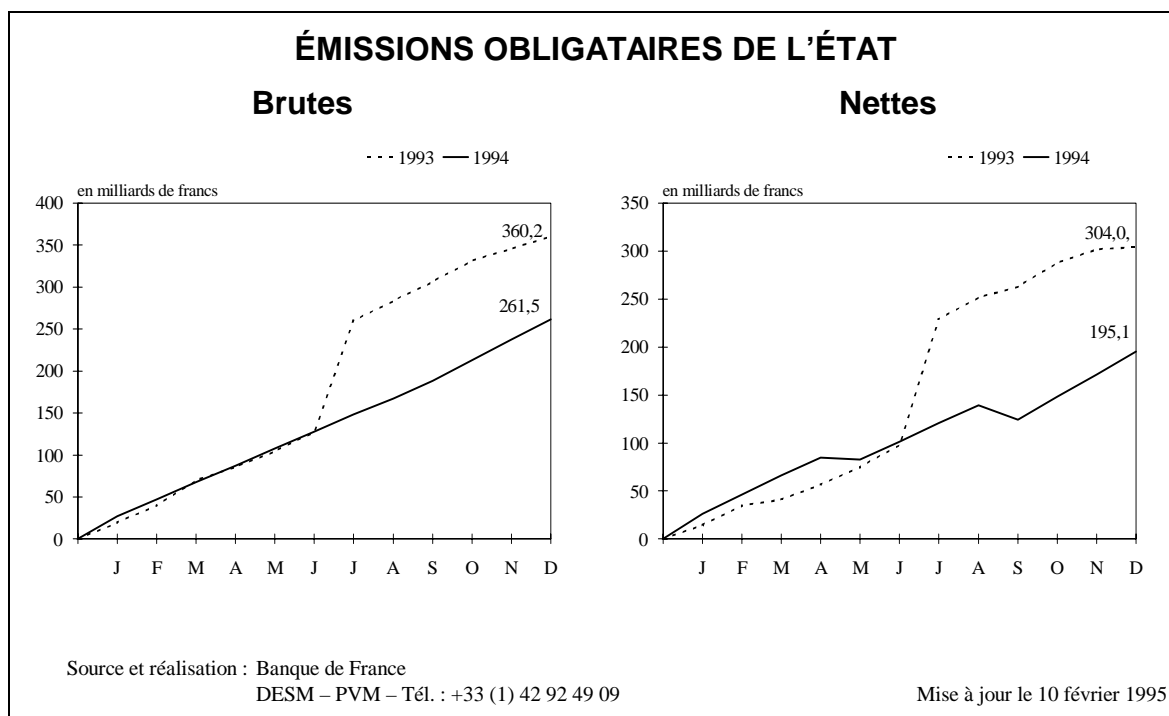
Mise à jour le 10 février 1995

En données annuelles, la collecte brute de l'État (262 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

<sup>1</sup> En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1994 et 1995, 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.

amortissements, elle s'est élevée à 195 milliards de francs en 1994, en diminution de 109 milliards (mais en hausse de 1 milliard hors GEE) d'une période à l'autre.

Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec près de 96 % des émissions nettes des résidents), la part de l'État représente également, à fin décembre 1994, plus des 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 progressé de 11 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 34 milliards environ (dont un peu plus de 6 milliards émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 27 milliards de francs (soit près de 80 % de ces fonds) dont 4 milliards en eurofrancs. Les *banques* ont levé 5 milliards de francs (7 milliards le trimestre précédent) en totalité sur le marché intérieur. Les *sociétés financières* ont recueilli 3 milliards de francs (1 milliard le trimestre précédent). Les *institutions financières spécialisées* ont collecté 13 milliards de francs (6 milliards auparavant) dont 3 milliards sur le compartiment international. Les *caisses d'épargne* et les *institutions financières diverses* ont respectivement émis 4 milliards et 1 milliard de francs au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit s'est élevée à 10 milliards de francs (contre 1 milliard au troisième trimestre).

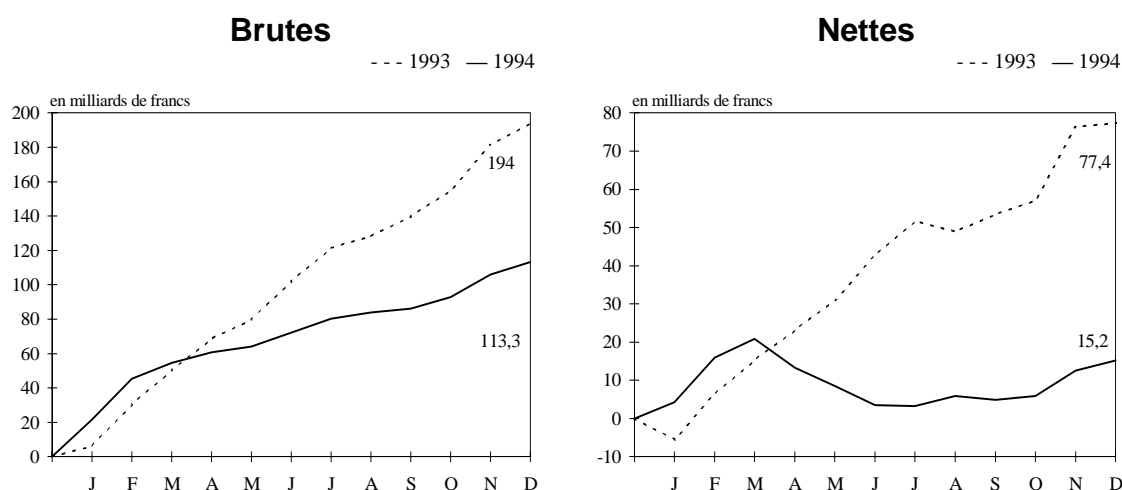
En données annuelles, la collecte brute des établissements de crédit a atteint 113 milliards de francs en 1994<sup>1</sup>, contre 194 milliards un an plus tôt. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 15 milliards de francs seulement en 1994, en retrait de plus de 60 milliards d'une année sur l'autre.

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 en 1994 (98 milliards de francs, contre 116 milliards en 1993) et du recul sensible du coefficient de couverture des remboursements de ce secteur par de nouvelles

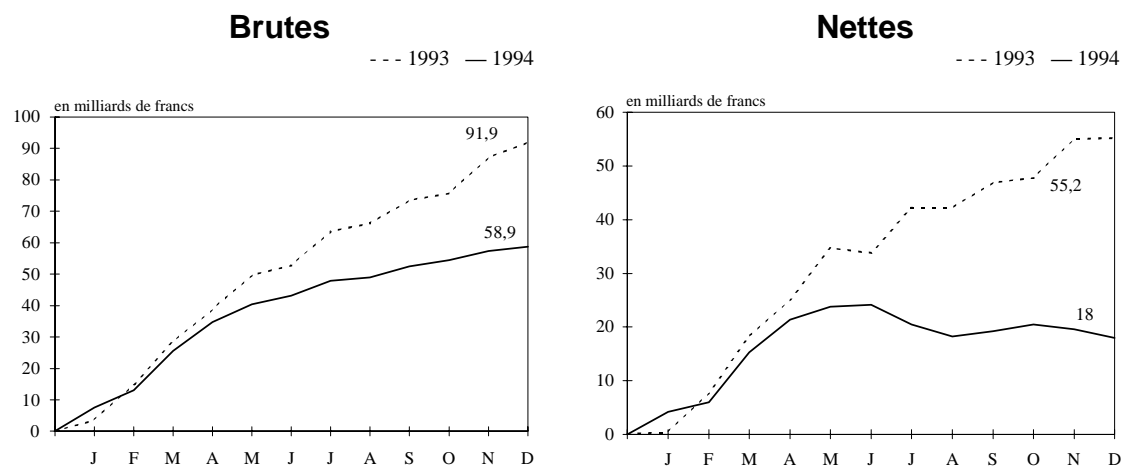
<sup>1</sup> Les institutions financières spécialisées, les banques et les sociétés financières ont effectué respectivement 48 %, 29 % et 15 % de ces émissions. Moins de la moitié (46 milliards de francs) a été levée sur le marché international.

émissions (ce coefficient a régressé de 1,7 pour l'année 1993 à 1,2 en 1994), leur part dans la collecte nette des remboursements a baissé plus fortement encore, passant de 18 % (24 % hors GEE) à 6 % seulement d'une période à l'autre. Cependant, la situation des banques diffère de celle des autres établissements de crédit. Les banques n'ont pas sollicité le marché à hauteur du montant de leurs amortissements. Elles enregistrent donc une collecte nette négative (- 7 milliards de francs) et affichent un coefficient de couverture inférieur à 1 (0,8, contre 1,1 en 1993). Leur présence toujours active sur le marché de l'eurofranc (16 milliards de francs collectés en 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 qui ont, en proportion, sollicité plus faiblement en 1994 le compartiment de l'eurofranc, enregistrent une collecte nette globale positive (7 milliards de francs), bien que légèrement déficitaire sur le marché intérieur.

### ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT



### ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



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

Mise à jour le 10 février 1995

Les sociétés non financières ont de nouveau réduit, d'un trimestre sur l'autre, leur appel au marché (6 milliards de francs, contre 9 milliards et 18 milliards les trimestres précédents). Les grandes entreprises nationales ont, comme au troisième trimestre, collecté un peu plus de 3 milliards de francs en totalité sur le marché intérieur. Les autres sociétés non financières ont levé moins de 3 milliards de francs (après 6 milliards au troisième trimestre) essentiellement sur le marché intérieur. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un déficit de 1 milliard de francs, en réduction de 4 milliards d'un trimestre sur l'autre.

En données annuelles, la collecte brute des sociétés non financières a atteint 59 milliards de francs en 1994<sup>1</sup>, contre 92 milliards un an plus tôt. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 18 milliards de francs, en baisse de 37 milliards d'une année sur l'autre. Leur part dans la collecte brute des résidents a légèrement diminué, pour s'établir à 13 % à fin décembre 1994. La forte diminution, d'une période à l'autre, du coefficient de couverture de leurs remboursements (de 2,5 à 1,4) a réduit sensiblement leur part dans la collecte nette. 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 encore plus nette.

#### 1.6. Les principaux événements intervenus au cours du quatrième trimestre 1994

En octobre, le ministère de l'Économie a retenu trois nouveaux établissements étrangers en qualité de correspondants en valeurs du Trésor (CVT). Il s'agit de deux établissements américains, Lehman Brothers et Goldman Sachs, et d'un allemand, la Banque internationale de placements (BIP, du groupe Dresdner Bank).

À la suite du lancement sur le marché de l'eurofranc de plusieurs emprunts destinés en grande partie à une clientèle résidente, le Trésor a réaffirmé en fin de mois les règles en vigueur sur ce compartiment. Tout émetteur français souhaitant solliciter le marché international du franc devra justifier du placement international de 50 % au moins de ses titres.

À l'occasion de la privatisation partielle de la Régie nationale des usines Renault<sup>2</sup>, 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 public<sup>3</sup>. 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.

Par un communiqué en date du 16 décembre 1994, le ministère de l'Économie a fait connaître le programme indicatif du financement de l'État pour l'année 1995. Le montant des émissions d'OAT, y compris celles (estimées à 15 milliards de francs) placées auprès des particuliers, devrait être de l'ordre de 250 milliards de francs et celui des émissions de BTAN de l'ordre de 220 milliards de francs. Au total, l'ensemble des émissions sera réduit de 26 milliards de francs par rapport aux réalisations de 1994, cette réduction reflétant la diminution du déficit de la loi de finances. En ce qui concerne le programme de financement en écus, le Trésor a de nouveau privilégié un objectif de régularité. Ainsi, comme en 1994, l'État devrait procéder, dans la mesure du possible, à des adjudications de BTAN ou d'OAT en écus tous les deux mois et profiter du renforcement des clauses du cahier des charges des spécialistes en valeurs du Trésor concernant l'activité sur les titres libellés en écus.

<sup>1</sup> Les grandes entreprises nationales (GEN) n'ont effectué que 36 % de ces émissions, contre les deux tiers en 1993.

<sup>2</sup> L'offre publique de vente, intervenue du 3 au 10 novembre 1994, a porté sur 37,2 millions d'actions (au prix unitaire de 165 francs) pour un montant de 6,1 milliards de francs.

<sup>3</sup> 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 ».

## 1.7. Les encours à fin décembre 1994

## DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)

(en valeur nominale – en milliards de francs)

	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993	Décembre 1994
<b>DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR</b>					
– par les résidents .....	2 511	2 699	2 893	3 218	3 416
– par les non-résidents .....	28	31	31	30	34
<b>DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR</b>					
– par les résidents .....	38	53	69	85	97
– par les non-résidents .....	1	1	1	1	1
<b>DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL</b>					
– par les résidents .....	38	97	172	292	337
– par les non-résidents .....	39	70	111	186	258
<b>DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL</b>					
– par les résidents .....	28	44	55	53	53
– par les non-résidents .....	13	12	12	12	8
<b>Total .....</b>	<b>2 696</b>	<b>3 008</b>	<b>3 346</b>	<b>3 877</b>	<b>4 204</b>
dont dette émise par les résidents .....	2 615	2 893	3 190	3 647	3 903
dont dette émise par les non-résidents .....	81	115	156	230	301

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris. Contrevalleur 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

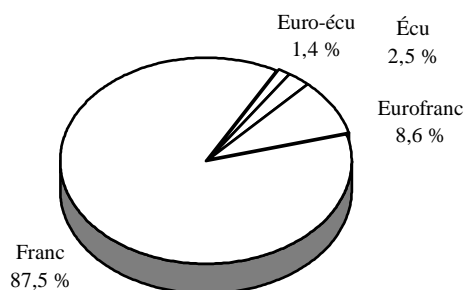
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 10 février 1995

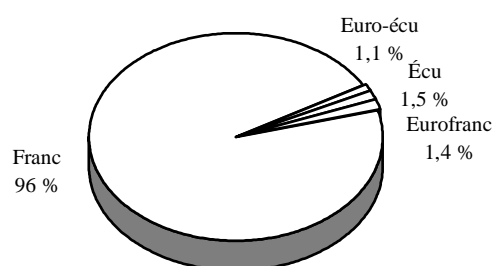
Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait environ 3 900 milliards de francs à fin décembre 1994, contre un peu plus de 2 600 milliards à fin 1990. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression 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 décembre 1994, contre 2,6 % auparavant.

## DETTE OBLIGATAIRE DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Fin 1994



Fin 1990



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> mars 1994

## 2. Le marché des actions

D'un trimestre sur l'autre, les émissions d'actions sont revenues de 73 milliards de francs à 60 milliards de francs. Stimulées par la reprise économique, elles se sont élevées à 268 milliards de francs en 1994, en hausse de 11 % par rapport à 1993, et ont dépassé le volume record (247,4 milliards de francs) atteint en 1992. Cette performance tient autant à la progression des émissions des valeurs cotées (+ 13 %) qu'à celle des valeurs non cotées (+ 11 %). Elle reste cependant concentrée sur les sociétés non financières (+ 13 %) et les sociétés d'assurance (+ 77 %).

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
(en milliards de francs)					
	2 <sup>tr</sup> trim. 1994	3 <sup>e</sup> trim. 1994	4 <sup>e</sup> trim. 1994	Année 1994	Année 1993
Administrations publiques (hors La Poste) .....	—	—	—	0,1	0,1
Établissements de crédit et assimilés .....	4,7	13,9	1,3	30,1	33,9
dont banques .....	4,1	9,2	0,7	18,6	24,6
Sociétés et quasi-sociétés non financières .....	52,7	58,3	56,7	228,3	201,3
— GEN (y compris La Poste) .....	—	—	—	—	—
— autres sociétés .....	52,7	58,3	56,7	228,3	201,3
Compagnies d'assurance.....	3,4	0,6	2,3	9,1	5,1
Non-résidents .....	—	—	—	—	—
<b>Total émis (a).....</b>	<b>60,8</b>	<b>72,8</b>	<b>60,3</b>	<b>267,6</b>	<b>240,4</b>
dont émissions de titres cotés (b) .....	25,9	24,8	8,0	74,7	66,3
dont émissions avec appel public à l'épargne (c) .....	27,0	27,0	7,7	77,3	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 24 février 1995

