

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 18**

**JUIN 1995**

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

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

Le ralentissement de la croissance se confirme, particulièrement aux États-Unis. Les taux d'intérêt ont poursuivi leur détente, sous l'effet de la modération du rythme de l'activité, dans un contexte de hausses des prix contenues.

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

Le mois a été dominé par les mouvements contrastés du dollar qui, conforté dans un premier temps par la bonne tenue du marché obligataire américain, a ensuite retrouvé ses niveaux de début de mois avant de bénéficier, en fin de période, d'une intervention de soutien des principales banques centrales. La livre sterling, après un repli jusqu'à un plus bas niveau historique, le 9 mai, s'est redressée en fin de mois. La lire s'est raffermie. Le deutschemark a quelque peu reculé vis-à-vis des autres monnaies du mécanisme de change européen, notamment la peseta. Profitant de la fermeté de leur monnaie, les Banques centrales de Belgique, du Danemark et des Pays-Bas ont procédé à des baisses de taux. Le franc, en recul contre deutschemark en début de mois, à l'approche du second tour de l'élection présidentielle, s'est ensuite repris, dans un contexte de détente des taux d'intérêt à court terme.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en mai*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle s'est redressée dans tous les secteurs, après la stabilisation enregistrée en avril.

Le taux d'utilisation des capacités de production, qui s'effritait depuis le début de l'année, s'est très légèrement relevé.

La demande globale s'est raffermie. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle apparaît mieux orientée ; la demande des ménages, cependant, reste encore incertaine. Les ventes à l'étranger sont redevenues l'élément moteur de l'activité : le courant d'ordres en provenance, notamment, de l'Europe et des pays d'Asie et d'Amérique latine, s'est sensiblement renforcé ; les progrès les plus nets ont été observés dans les industries agro-alimentaires, les biens intermédiaires et les biens de consommation.

Les carnets de commandes, satisfaisants dans l'ensemble, sont considérés comme abondants dans les biens intermédiaires et, désormais, dans les industries agro-alimentaires.

Les stocks sont bien adaptés au rythme de l'activité dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile où ils paraissent supérieurs à la normale.

Au cours des prochains mois, l'activité ne devrait pas enregistrer d'importantes fluctuations, sauf dans l'automobile où elle devrait diminuer.

Les prix de vente sont demeurés stables dans l'ensemble. Le renchérissement des matières premières s'atténue, ce qui exerce un effet favorable sur les marges des entreprises.

La reprise de l'investissement, jusqu'alors plus faible qu'attendu, semble plus consistante. De grandes entreprises mettent en place des programmes d'extension de capacité ; les entreprises de taille moyenne privilégient les investissements de productivité.

L'activité commerciale s'est redressée en mai, après la quasi-stagnation du mois précédent.

Les effectifs n'ont guère varié dans l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils se sont renforcés. Dans le commerce et les services marchands, ils se sont stabilisés, mais ils ont continué de fléchir dans le bâtiment. Les entreprises s'appuient toujours sur la flexibilité de la main-d'œuvre pour répondre à la demande mais ont également accru leurs offres d'emploi avec, très souvent, des contrats à durée déterminée et, de plus en plus fréquemment, des contrats à durée indéterminée, notamment pour les postes exigeant une qualification particulière.

### ***La balance des paiements en mars<sup>1</sup>***

En données FAB-FAB cvs, l'excédent *commercial* égale le record établi en décembre 1993 (11,8 milliards de francs) et porte l'excédent moyen des six derniers mois à près de 10 milliards de francs. En données brutes, l'excédent s'élève à 14,1 milliards de francs, après 8,7 milliards en février.

Avec un excédent de 9,9 milliards de francs en données brutes (contre un déficit de 2,2 milliards en février), le solde du compte des *transactions courantes* bénéficie des résultats très favorables des échanges commerciaux de marchandises et de services, le repli du déficit des transferts courants compensant la légère augmentation de celui des revenus. Pour l'ensemble du premier trimestre, le solde positif (38,5 milliards de francs) a triplé par rapport à celui de trois premiers mois de 1994. En données cvs, l'excédent revient à 6,7 milliards de francs en mars, après 8,6 milliards en février.

Le *compte financier* a enregistré des sorties nettes de 25,8 milliards de francs (contre des entrées de 2,2 milliards en février), provenant essentiellement du secteur privé. Les *investissements de portefeuille* se sont caractérisés par une situation équilibrée (- 0,2 milliard de francs), contre des sorties de 20,3 milliards en février : par rapport aux deux premiers mois de l'année, les résidents ont inversé leur position, en vendant des titres étrangers à hauteur de 3,6 milliards de francs, tandis que les non-résidents étaient à l'origine de cessions de titres français à hauteur de 3,3 milliards. Hors avoirs de réserve, les *flux à court terme* du *compte financier* se sont soldés par des sorties nettes de 18,6 milliards de francs (contre des entrées nettes de 22,1 milliards en février). Les *avoirs de réserve (bruts)* ont été stables.

### **Les marchés de capitaux en mai**

Les marchés de taux ont enregistré une évolution favorable.

Tout en conservant un profil inversé, la courbe des rendements courts a subi une translation à la baisse en raison de l'apaisement des tensions observées sur les marchés de change à l'issue de l'élection présidentielle.

Les taux longs se sont détendus dans le sillage des marchés américain et allemand. Un certain nombre d'indicateurs reflétant le ralentissement de la croissance dans ces pays a en effet éloigné, aux yeux des opérateurs, la perspective d'un resserrement des politiques monétaires, et même fait réapparaître certaines anticipations d'une possible baisse des taux du Système de réserve fédérale et de la Banque fédérale d'Allemagne.

<sup>1</sup> Les résultats de l'année 1994, publiés précédemment sous une forme provisoire, ont fait l'objet d'une révision à la suite, notamment, de la modification du taux CAF à l'importation (3,3 % au lieu de 4,2 %) ; l'excédent du compte de transactions courantes a ainsi été ramené de 54,4 milliards de francs à 44,7 milliards (voir avertissement au chapitre 4.2.).

D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare à 10 ans français passe de 7,84 % à 7,44 %, soit un repli de 40 points de base. Dans le même temps, l'écart OAT-*Bund* demeure stable, légèrement en déçà de 80 points de base.

L'encours global des titres de créances négociables a gagné près de 31 milliards de francs. Cette progression est essentiellement à mettre à l'actif des certificats de dépôt, avec une hausse de plus de 24 milliards de francs. L'encours des bons des institutions et des sociétés financières s'est accru de 4,5 milliards de francs alors que ceux des billets de trésorerie et des bons à moyen terme négociables sont restés assez stables.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité a enregistré une reprise certaine, notamment au cours de la seconde quinzaine, en dépit de la rareté des investisseurs non résidents.

Bien orientée jusqu'à la mi-mai, la Bourse de Paris a ensuite enregistré un repli sensible, mais s'inscrit cependant en progression pour l'ensemble du mois.

## Les agrégats monétaires

En avril, après avoir diminué de 0,4 % le mois précédent (chiffre rectifié), l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,8 %, ses principales composantes présentant toutes une évolution positive. Les moyens de paiement (M1) ont augmenté de 0,6 % et les avoirs sur livrets à taux réglementés, dont le développement est ininterrompu depuis le milieu de 1993, se sont accrus de 0,5 %. Les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) ont progressé de 1,2 %, sous l'effet de l'accroissement de nouveau très vif des comptes à terme (+ 5,1 %), alors que les avoirs en titres d'OPCVM se sont presque stabilisés (– 0,4 %), après la forte contraction du mois précédent (– 9,7 %).

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la variation de M1 s'est inscrite en léger repli (– 0,5 %), tandis que celles de M2 et de M3 se sont respectivement établies à + 4,0 % et + 3,2 %. Sur les six derniers mois, en taux annualisé, la croissance de M3 se situe sur une pente de 3,8 %.

Bien qu'en ralentissement régulier, la progression de l'épargne contractuelle (P1) est demeurée soutenue (+ 10,9 % en un an). Les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaires se sont respectivement développés au rythme de 13,7 % et 15,1 % sur un an.

À fin mars, la croissance de l'endettement intérieur total s'est légèrement renforcée, s'élevant à 4,2 % en glissement sur douze mois. La progression des financements de marché est restée soutenue (+ 12,5 %), tandis que les crédits ont recommencé à s'accroître (+ 0,2 % sur les douze derniers mois, après + 0,1 % à fin février).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

#### **Le gouvernement et la politique générale**

##### ***L'élection présidentielle et le nouveau gouvernement***

- 7 mai** Jacques Chirac est élu président de la République.
- 17 mai** Alain Juppé est nommé Premier ministre.
- 18 mai** Alain Juppé présente son gouvernement.
- 23 mai** Dans sa déclaration de politique générale, Alain Juppé présente aux députés son programme et le calendrier dans lequel il l'inscrit.

##### ***La libéralisation des services publics***

- 10 mai** Publication du décret d'application de la directive européenne de 1991 donnant le coup d'envoi à la libéralisation du chemin de fer.
- 17 mai** L'État autorise la SNCF à louer ses lignes téléphoniques aux opérateurs privés de radiotéléphone.

##### ***Le surendettement***

- 10 mai** Publication du décret sur les commissions de surendettement.

##### ***L'emploi***

- 22 mai** Le Premier ministre demande aux préfets régionaux et départementaux de se mobiliser sur l'emploi.
- Le ministère du Travail dresse un bilan mitigé de la politique de l'emploi en 1994.

#### **Les principaux indicateurs conjoncturels**

##### ***Les perspectives d'évolution de l'activité***

- 15 mai** L'INSEE prévoit une hausse du PIB de 1,6 % au premier semestre.
- Interrogés par l'INSEE, les industriels confirment qu'ils prévoient une augmentation de leurs investissements de 11 % en volume cette année.
- 29 mai** L'enquête mensuelle de l'INSEE dans l'industrie montre une baisse du dynamisme de l'activité en mai. La production devrait croître à un rythme plus lent dans les mois à venir.

### ***La production industrielle***

- 10 mai** Selon l'INSEE, l'indice trimestriel de la production industrielle s'est stabilisé au quatrième trimestre 1994, celui de la production manufacturière progressant de 1,2 %. Sur un an, le premier affiche une hausse de 6,0 % et le second de 9,6 %.
- 16 mai** En février, la production industrielle a chuté de 1,4 % sur un mois et augmenté de 4,4 % sur un an. La production manufacturière, quant à elle, a progressé de 1,0 % sur un mois et de 7,6 % en glissement annuel.

### ***Les créations d'entreprises***

- 11 mai** En avril, leur nombre s'est élevé à 24 480 (cvs), contre 23 990 en mars.

### ***Les immatriculations d'automobiles***

- 2 mai** En avril, elles ont diminué de 12,3 % sur un an, portant le recul pour les quatre premiers mois à 2,7 % par rapport à la période correspondante de 1994.

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

- 23 mai** Selon le ministère de l'Équipement, le nombre de mises en chantier de logements neufs sur les quatre premiers mois de l'année s'est élevé à 103 000, en recul de 0,2 % par rapport à la période correspondante de 1994.

### ***La consommation des ménages***

- 25 mai** La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 0,6 % en avril, après une baisse de 0,7 % en mars. Sur un an, elle a progressé de 1,4 %.

### ***L'emploi***

- 15 mai** Selon le ministère du Travail, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,4 % au premier trimestre (+ 53 000), ressortant en hausse de 1,7 % sur un an.
- 31 mai** En avril, le nombre d'allocataires Assedic a diminué de 1,5 % par rapport à mars, revenant à 2 640 500 (cvs). En un an, le nombre de chômeurs indemnisés a fléchi de 6,1 %.

### ***Les salaires***

- 15 mai** Au premier trimestre, le salaire horaire ouvrier a augmenté de 0,7 % par rapport aux trois mois précédents et de 2,2 % sur un an. De son côté, le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés s'est accru de 0,7 % d'un trimestre à l'autre et de 2,1 % sur un an.

### ***Les prix***

- 11 mai** Selon l'INSEE, les loyers ont augmenté de 2,7 % en 1994, contre 3,1 % en 1993.
- 22 mai** Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont augmenté en avril de 0,1 % sur un mois et de 1,6 % sur un an.

***Les comptes extérieurs***

- 17 mai** En février, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 8,6 milliards (cvs). Sur les deux premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 40,9 milliards, contre 14,5 milliards pour le premier bimestre 1994.
- 23 mai** En mars, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 11,83 milliards (cvs), après 11,03 milliards en février. L'excédent cumulé du premier trimestre ressort à FRF 31,59 milliards, contre 17,6 milliards un an plus tôt.

## 2.2. Étranger

- 4 mai** Défaite des conservateurs dans des élections partielles en Angleterre et au Pays de Galles.
- 5 mai** Aux États-Unis, annonce d'une diminution du nombre d'emplois en avril (- 9 000, contre une création attendue de + 130 000) et d'une hausse du taux de chômage (à 5,8 %).
- 8 mai** Échec des négociations commerciales entre les États-Unis et le Japon.
- 9 mai** La livre sterling enregistre un plus bas niveau historique de 2,1770 contre deutschemark.
- 10 mai** En Allemagne, confirmation du taux d'inflation en avril : + 0,2 % (+ 2,3 % en glissement annuel).
- 11 mai** Annonce de sanctions commerciales américaines contre le Japon.  
 Aux États-Unis, progression de 0,5 % des prix à la production (cvs) en avril.  
 Au Royaume-Uni, publication des prix de détail pour avril : + 1 % (soit + 3,3 % en glissement annuel).  
 Au Royaume-Uni, déficit commercial de 1,16 milliard de livres sterling en février.
- 12 mai** Aux États-Unis, publication des prix à la consommation en avril : + 0,4 %.  
 En Espagne, publication de l'inflation pour le mois d'avril : + 0,5 % (+ 5,2 % en rythme annuel).
- 15 mai** En Allemagne de l'Ouest : baisse de 0,1 % des prix de gros en avril (+ 3,6 % en glissement annuel).  
 La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 4,75 % à 4,50 %, et son taux au jour le jour plafonné de 6,25 % à 6,0 %.  
 Au Royaume-Uni, publication des prix à la production en avril : + 0,3 % pour les prix affichés à la vente (*PPI output*) et + 0,7 % pour les prix acquittés par les producteurs britanniques (*PPI input*).
- 16 mai** Aux États-Unis, repli de 0,4 % de la production industrielle en avril et baisse du taux d'utilisation des capacités (84,1 % en avril, contre 84,3 % en mars).  
 Annonce par M. Kantor que les États-Unis imposeront des surtaxes douanières de 100 % sur certains modèles de voitures japonaises de haut de gamme si Tokyo n'ouvre pas son marché aux automobiles et pièces détachées américaines.
- 17 mai** Au Royaume-Uni, le nombre de chômeurs a baissé de 18 900 en avril.  
 Le Président italien signe le projet de loi gouvernemental sur la réforme du système des retraites.

- 18 mai** Aux États-Unis, publication du déficit commercial : – 9,12 milliards de dollars en mars (contre – 9,15 milliards, chiffre révisé en février) et déficit bilatéral avec le Japon de 6,14 milliards de dollars.
- Rencontre entre M. Chirac et M. Kohl à Strasbourg.
- En Allemagne, publication de la progression de M3 : – 1,8 % en rythme annuel en avril.
- Abaissement du taux des pensions à deux semaines de la Banque du Danemark, de 6,50 % à 6,35 %.
- 22 mai** En Italie, publication du taux d'inflation : + 5,5 % en glissement annuel en mai, contre 5,2 % en avril.
- 25 mai** Aux États-Unis, baisse de 6,4 % des ventes de logements en avril (contre 0,3 % attendu), plus bas niveau depuis 3 ans. Recul de 4 % des commandes de biens durables en avril, troisième baisse mensuelle consécutive et la plus forte depuis décembre 1991.
- Au Royaume-Uni, défaite des conservateurs lors d'élections locales en Écosse.
- 26 mai** En Allemagne, progression de l'inflation de 0,1 % en mai (+ 2,1 % en glissement annuel).
- Au Royaume-Uni, révision de la progression du PIB au premier trimestre à + 0,7 %, contre + 0,8 % précédemment (+ 3,7 % en glissement annuel).
- La Banque d'Italie relève son taux d'escompte de 8,25 % à 9,0 % et son taux des avances à taux fixe de 9,75 % à 10,50 %.
- 28 mai** En Espagne, victoire du Parti populaire lors d'élections régionales.
- 29 mai** En Italie, relèvement des taux directeurs de 75 points de base (taux Lombard à 10,5 % et taux d'escompte à 9,0 %).
- 30 mai** Aux États-Unis, baisse de l'indice de confiance des consommateurs de 104,6 à 101,6 en mai.
- 31 mai** Interventions concertées des banques centrales pour soutenir le dollar.
- Aux États-Unis, révision de la progression du PIB au premier trimestre : (2,7 %, contre 3,0 % attendu).
- 2 juin** La Banque d'Espagne relève son taux d'intervention de 8,50 % à 9,25 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le ralentissement de la croissance se confirme, particulièrement aux États-Unis. Les taux d'intérêt ont poursuivi leur détente, sous l'effet de la modération du rythme de l'activité, dans un contexte de hausses des prix contenues.

La hausse des **prix de détail** a été, dans l'ensemble, modérée. En Allemagne, dans la partie occidentale, le glissement annuel de l'indice s'est ralenti, à 2,2 % en mai, après 2,3 % en avril. Au Royaume-Uni, il est revenu de 3,5 % en mars à 3,3 % en avril. Au Japon, les prix ont baissé de 0,2 % sur douze mois en avril, après 0,4 % en mars. En revanche, en Italie, les prix de détail ont progressé de 5,5 % en un an en mai, contre 5,2 % en avril. Aux États-Unis, l'inflation est passée, en glissement annuel, de 2,9 % en mars à 3,1 % en avril. Dans plusieurs pays, les prix industriels et les prix de gros ont eu tendance à progresser plus rapidement.

Les **taux d'intérêt** à long terme ont poursuivi leur décrue en mai dans tous les pays. L'emprunt phare à 10 ans est ainsi revenu à 6,42 % aux États-Unis à fin mai (contre une moyenne de 7,2 % en avril), 6,65 % en Allemagne (7,1 % en avril) et 8,05 % au Royaume-Uni (8,6 % en avril). Cette tendance s'est prolongée au début du mois de juin, excepté en Espagne. Dans le compartiment du court terme, la même tendance a été observée, sauf en Espagne où les taux sont restés stables. La vivacité des pressions inflationnistes en Italie et en Espagne a conduit à un resserrement de la politique monétaire dans ces pays, les 26 mai et 2 juin respectivement.

Aux **États-Unis**, l'activité est apparue nettement détériorée en avril et tous les indicateurs ont convergé pour traduire un ralentissement significatif : la production industrielle a enregistré

son troisième repli mensuel consécutif (−0,4 %), le glissement annuel revenant de 4,2 % en mars à 3,8 %. Le taux d'utilisation des capacités productives s'est quelque peu réduit, à 84,1 %, contre 84,7 % le mois précédent. Les commandes à l'industrie poursuivent leur déclin (−1,9 %, après −0,4 %). Les ménages ont diminué leur consommation : les ventes au détail ont reculé de 0,4 % (+ 5,0 % sur un an). L'ensemble des dépenses de consommation a accusé un repli de 0,1 % en volume, inférieur à celui du revenu disponible réel (−1,1 %) et le taux d'épargne est revenu de 5,2 %, en mars, à 4,3 %. L'indice précurseur d'activité a subi sa troisième diminution mensuelle consécutive, exprimant la dégradation présente et encore à venir de l'activité. L'emploi a décliné en mai, cependant, du fait de réajustements statistiques ; le taux de chômage est revenu à 5,7 % de la population active, contre 5,8 % en avril.

Au **Japon**, l'activité reste atone, en raison principalement de la faiblesse de la consommation privée. En mars, les dépenses de consommation ont baissé en volume, pour le sixième mois consécutif (−0,6 % en glissement annuel). Les mises en chantier de logements ont également diminué : −8,6 % sur douze mois en avril, après −4,8 % en mars. La production industrielle, d'un mois à l'autre, s'est contractée (−0,2 % en avril, après +1,4 % en mars) mais son glissement annuel demeure positif (6,7 % en avril, après 5,9 % en mars). Le taux de chômage s'est élevé à 3,2 % de la population active en avril et les emplois offerts ne représentent plus que

65,0 % des demandes. Les échanges commerciaux, affectés par l'appréciation du yen, se sont traduits par une réduction de l'excédent de 24 % sur les quatre premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1994.

En **Allemagne**, les réformes méthodologiques en cours (concernant en particulier la production industrielle et les commandes à l'industrie) rendent difficile l'appréciation de la conjoncture. Il semble cependant que l'activité donne des signes de modération, la production industrielle ayant certes progressé de 2,9 % en février mais après un recul sensible en janvier (- 6,6 %). Dans la partie occidentale, la consommation privée reste atone alors que le taux d'épargne des ménages se redresse : les ventes au détail ont stagné au cours des deux premiers mois de l'année par rapport à la même période de 1994, et se sont contractées de 7 % en mars. De même, le secteur de la construction a été moins bien orienté : en glissement sur un an, les commandes nouvelles dans le bâtiment ont chuté de 7,3 % au premier trimestre.

Dans l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage brut est revenu de 9,4 % en avril, à 9,0 % en mai. Dans la partie occidentale, le taux de chômage (cvs) est toutefois resté stable à 8,2 % d'octobre à mai. Dans la partie orientale, où seules des données brutes sont publiées, le nombre de chômeurs a continué de baisser : le taux de chômage est ainsi revenu de 15,4 % de la population active en mai 1994 à 13,3 % en avril 1995.

Le rythme de croissance des exportations est demeuré presque aussi rapide au premier trimestre 1995 qu'au dernier trimestre de 1994 (11,2 % en valeur sur un an, après 12,3 % le trimestre précédent), alors que le taux de progression des importations s'est ralenti à 8,1 % sur le trimestre, après 12,3 % au cours des trois derniers mois de l'année dernière. L'excédent commercial (21 milliards de deutschemarks) s'est ainsi accru de plus de 40 % d'une année à l'autre, et le déficit des paiements courants s'est réduit de 29 %, à 3,2 milliards de deutschemarks.

Au **Royaume-Uni**, le PIB, selon les données définitives, a progressé de 0,7 % au premier trimestre 1995, après 0,8 % au quatrième trimestre 1994. En glissement annuel, la croissance s'établit à 3,7 %, après 4,2 % au dernier trimestre. Le ralentissement est lié principalement à une moindre vigueur de la demande interne, notamment de la consommation privée. Les derniers indicateurs confirment la moins bonne tenue de la conjoncture : ainsi, les ventes au détail ont de nouveau diminué en avril, de 0,2 %, après 0,3 % en mars, leur variation annuelle revenant à + 0,8 %, après + 1,5 %. Le taux de chômage poursuit cependant sa décrue, à 8,3 % de la population active en avril, après 8,4 % en mars.

En **Italie**, des données provisoires indiquent que, après une pause de l'activité au quatrième trimestre 1994, la production industrielle a progressé à un rythme proche de 8 % sur un an au cours des 4 premiers mois de 1995. Les enquêtes d'opinion montrent par ailleurs que la confiance des ménages s'est quelque peu redressée depuis le début de l'année, en raison sans doute de l'amélioration du climat politique et social. D'après les informations disponibles seulement pour les deux premiers mois de l'année, la progression des exportations (20,2 % en valeur en un an) serait devenue, sur cette période, inférieure à celle des importations (25 %).

En **Espagne**, l'expansion se poursuit à un rythme soutenu, la production industrielle progressant de 10,0 % en mars, en glissement annuel, après 6,5 % en février. L'amélioration de l'emploi se confirme : selon l'enquête trimestrielle sur la population active, le taux de chômage est revenu de 24,3 % de la population active au dernier trimestre 1994 à 23,9 % au premier trimestre 1995. Le redressement des composantes internes de la croissance a cependant provoqué l'aggravation du déficit commercial (143,9 milliards de pesetas en mars, après 123 milliards en février), tandis que la balance courante a dégagé un déficit de 92,3 milliards de pesetas en mars, contre un excédent de 29 milliards en février.

### 3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de mai a été dominé par les mouvements contrastés du dollar qui, après un mois d'avril très stable, a dans un premier temps profité de la bonne tenue du marché obligataire américain. Par la suite, le ralentissement plus prononcé que prévu de l'économie aux États-Unis a relancé les anticipations de baisse des taux par le Système de réserve fédérale et entraîné un reflux du dollar à ses niveaux de début de mois. En fin de mois, les principales banques centrales ont tiré avantage de l'hésitation des marchés pour procéder à des interventions conduisant de nouveau la monnaie américaine au-dessus de 1,40 deutschemark.

En début de mois, le **dollar** est resté confiné dans des bornes étroites de fluctuation (de 1,360 à 1,395 deutschemark). Suscitez par des indicateurs économiques faisant état d'une croissance plus faible que prévu (notamment l'annonce d'une perte de 9 000 emplois en avril, au lieu de 130 000 créations escomptées), la tendance baissière de la monnaie américaine a en effet été limitée par l'amélioration du marché obligataire, dont le rendement est repassé en dessous de 7 %.

À partir du 10 mai, le dollar s'est nettement inscrit en hausse, sous l'effet de réallocations de portefeuilles, au détriment du deutschemark et du franc suisse. L'analyse conjoncturelle du Système de réserve fédérale (affirmant que l'inflation reste maîtrisée) et la baisse des ventes de détail ont, en effet, été interprétées par les investisseurs comme des éléments de nature à favoriser le marché obligataire. Le dollar s'est alors stabilisé entre 1,435 et 1,450 deutschemark et entre 86 et 87,5 yens.

Le 25 mai, alors que les marchés européens étaient fermés, le dollar s'est brusquement affaibli, aussi bien contre deutschemark que contre yen, et a retrouvé ses niveaux de début de mois, soit, respectivement, 1,38 deutschemark et 83 yens. Le repli de la monnaie américaine a trouvé son origine dans la publication de deux indices économiques faisant apparaître un ralentissement plus rapide que prévu de la croissance outre-Atlantique : la baisse de 6,4 % (contre 0,3 % attendu) des ventes de logements ainsi que la hausse de 13 000 (contre 2 000 prévu) du nombre de demandes d'indemnités de chômage.

Ce ralentissement a laissé entrevoir la possibilité d'une baisse des taux d'intérêt américains. Ce mouvement a aussi été amplifié par de nouvelles rumeurs, démenties ensuite par le gouvernement mexicain, selon lesquelles le Mexique ne parviendrait pas à honorer ses dettes.

Alors que le dollar s'était stabilisé, les principales banques centrales, prenant par surprise le marché, ont procédé, le 31 mai, à des interventions de soutien à la monnaie américaine. Le cours de celle-ci est alors passé de 1,385 deutschemark à 1,420 deutschemark et de 83 yens à 85 yens.

Les discussions commerciales américano-japonaises ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution du dollar contre **yen**. À ce titre, l'annonce par les États-Unis de sanctions à l'égard du Japon n'a pas trop pesé sur la monnaie américaine dans la mesure où celles-ci ont été perçues comme un facteur de diminution de l'excédent commercial japonais.

Le **franc suisse** est demeuré très stable face au deutschemark et a donc perdu, comme la monnaie allemande, environ 2,3 % de sa valeur contre dollar.

Initialement soutenue par des anticipations de hausse des taux, la **livre sterling** a nettement reculé contre deutschemark jusqu'à un plus bas

niveau historique de 2,177 le 9 mai, après la décision de laisser inchangé le loyer de l'argent au Royaume-Uni. Le reflux de la monnaie britannique a été accentué par la défaite annoncée des conservateurs lors d'élections partielles en Angleterre et au Pays de Galles et par des rumeurs de divergences de vues entre le Trésor et la Banque centrale. Par la suite, la livre sterling a profité de la remontée du dollar et de l'annonce d'un taux d'inflation un peu supérieur aux anticipations, laissant présager une hausse des taux. En fin de mois, la monnaie britannique a suivi de près l'évolution du dollar, revenant contre deutschemark, de 2,26 à 2,21, pour clôturer à 2,245 après les interventions des banques centrales.

Dans un contexte politique moins incertain à court terme, la **lire italienne** s'est régulièrement raffermie. Partant de 1 215 lires pour 1 deutschemark, le taux de change a tiré parti de l'accord entre le gouvernement et les syndicats sur les pensions de retraite pour revenir jusqu'à 1 150 lires. La monnaie italienne a ensuite connu un accès de faiblesse du fait des craintes de reprise de l'inflation. Elle a glissé dans le sillage du dollar jusqu'à 1 195 lires et a finalement clôturé à 1 155 lires, après que la Banque d'Italie eut décidé de relever ses taux directeurs de 75 points, portant le taux Lombard à 10,5 % et le taux d'escompte à 9,0 %.

Après le plus bas cours historique enregistré fin avril, la **couronne suédoise** s'est vivement raffermie, profitant de réallocations de portefeuille au détriment du deutschemark et du bon accueil réservé au collectif budgétaire. Après être remontée mi-mai jusqu'à 5,08 couronnes suédoises pour 1 deutschemark, la monnaie suédoise s'est un peu repliée en fin de mois, après

la publication d'un indice des prix à la production (11,3 % en termes annuels pour le mois d'avril) supérieur aux anticipations.

D'une fin de mois à l'autre, le **deutschemark** a quelque peu reculé vis-à-vis des autres monnaies du mécanisme de change européen, en particulier la peseta espagnole qui s'est appréciée de 2,6 %. Compte tenu de l'évolution maîtrisée de M3 et de l'inflation dont font état les derniers chiffres publiés, le développement d'anticipations de baisse des taux explique en partie le recul de la monnaie allemande. Profitant de la fermeté de leur monnaie, la Banque nationale de Belgique a ramené son taux central de 4,75 % à 4,50 % et son taux au jour le jour de 6,25 % à 6,0 %, la Banque nationale du Danemark a baissé son taux des pensions à 2 semaines de 6,50 % à 6,35 %, et la Banque des Pays-Bas a réduit son taux d'avances spéciales, en deux étapes, de 4,40 % à 4,20 %.

En début de mois, le **franc français** a reculé contre deutschemark à l'approche du second tour de l'élection présidentielle. Dans un marché nerveux, le vendredi précédent l'élection, la monnaie allemande s'est échangé contre franc à un plus haut niveau de 3,578. Le franc s'est ensuite repris, regagnant près de 6 centimes, pour terminer le mois à 3,522 francs pour 1 deutschemark dans un contexte de détente des taux d'intérêt à court terme. Les marchés restent dans l'attente de précisions sur le financement des mesures de lutte contre le chômage, mais l'engagement du gouvernement, plusieurs fois répété, de poursuivre une politique de stabilité de la monnaie et de réduire le déficit budgétaire a eu un effet favorable.

<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
		(en francs)		
Principales monnaies étrangères à Paris		28 avril 1995	31 mai 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis.....	1 USD	4,914	4,885	-0,59
Écu privé .....	1 XEU	6,52	6,496	-0,37
Allemagne .....	100 DEM	355,45	352,20	-0,91
Belgique .....	100 BEF	17,2755	17,1495	-0,73
Pays-Bas.....	100 NLG	317,34	314,64	-0,85
Danemark .....	100 DKK	90,33	90,12	-0,23
Espagne .....	100 ESP	3,9975	4,0465	1,23
Portugal .....	100 PTE	3,355	3,335	-0,60
Irlande .....	1 IEP	8,022	8,039	0,21
Royaume-Uni .....	1 GBP	7,924	7,848	-0,96
Italie.....	1000 ITL	2,9225	3,022	3,40
Grèce .....	100 GRD	2,179	2,173	-0,28
Suède .....	100 SEK	67,67	67,44	-0,34
Finlande.....	100 FIM	115,27	114,19	-0,94
Norvège .....	100 NOK	78,95	79,13	0,23
Suisse.....	100 CHF	430,11	427,20	-0,68
Japon .....	100 JPY	5,8452	5,8998	0,93

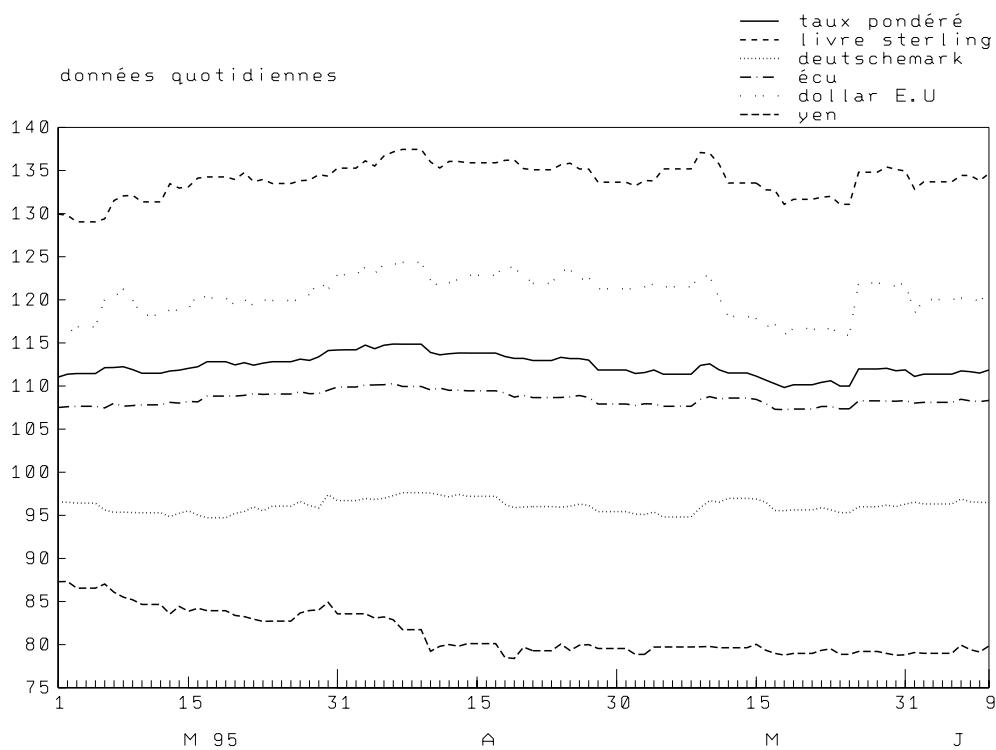
<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
(en pourcentage)				
	1 mois		3 mois	
	28 avril 1995	31 mai 1995	28 avril 1995	31 mai 1995
Dollar.....	6,00	5,93	6,125	5,93
Livre sterling .....	6,562	6,50	7,00	6,625
Deutschmark.....	4,50	4,43	4,50	4,43
Franc suisse .....	3,375	3,125	3,437	3,187
Franc français .....	8,06	7,625	7,995	7,45

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

Mise à jour le 9 juin 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 19 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.

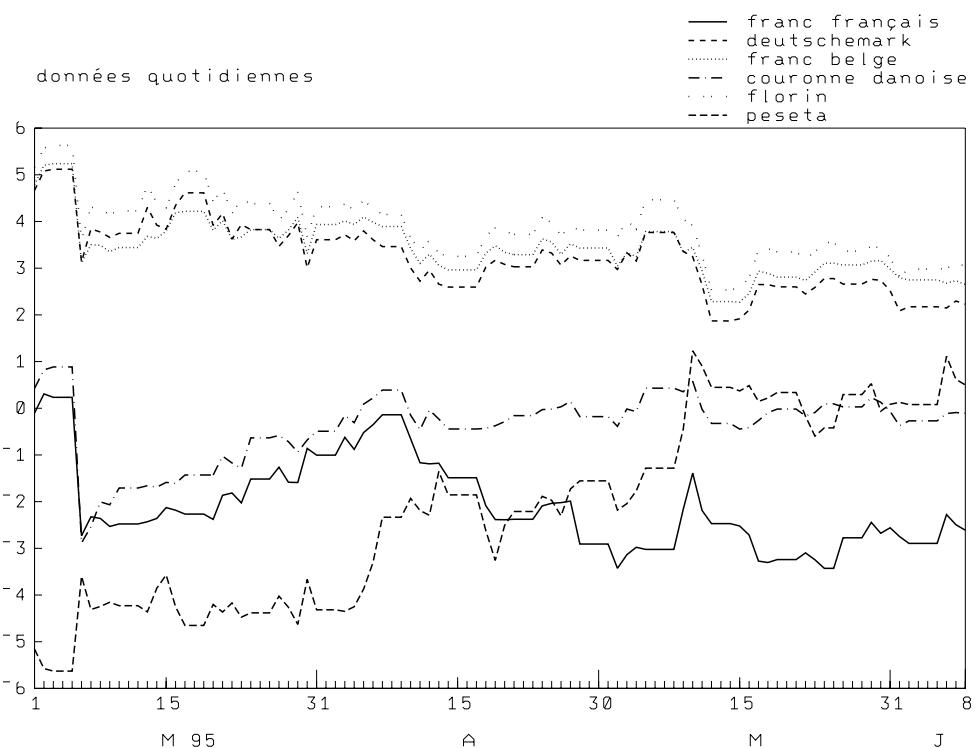
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 9 juin 1995

Depuis la fin du mois d'avril, l'évolution du franc français marque une relative stabilité vis-à-vis du deutschmark et de l'écu. Face au dollar et à la livre sterling, la monnaie française s'est repliée jusqu'au milieu de la seconde quinzaine de mai ; elle s'est ensuite reprise. De son côté, le yen n'a pratiquement pas varié par rapport au franc.

## 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.

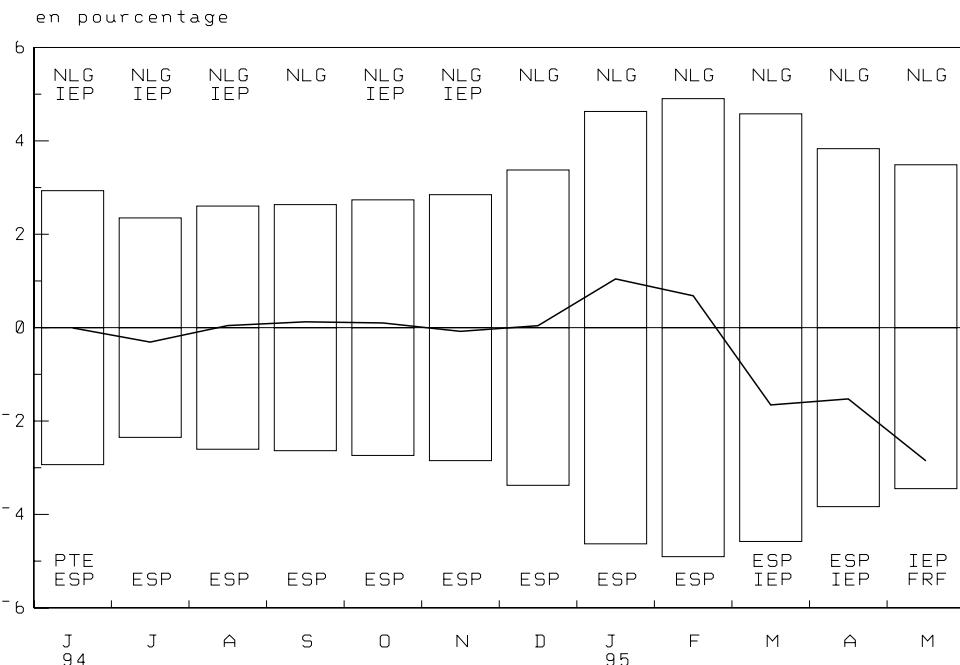
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 juin 1995

Durant la période sous revue, la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen est demeurée relativement éloignée de celles des monnaies du noyau dur (deutschmark, florin, franc belge) et de la couronne danoise ; toutefois, son évolution s'est stabilisée. De son côté, la situation de la peseta a continué de s'améliorer.

## 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.

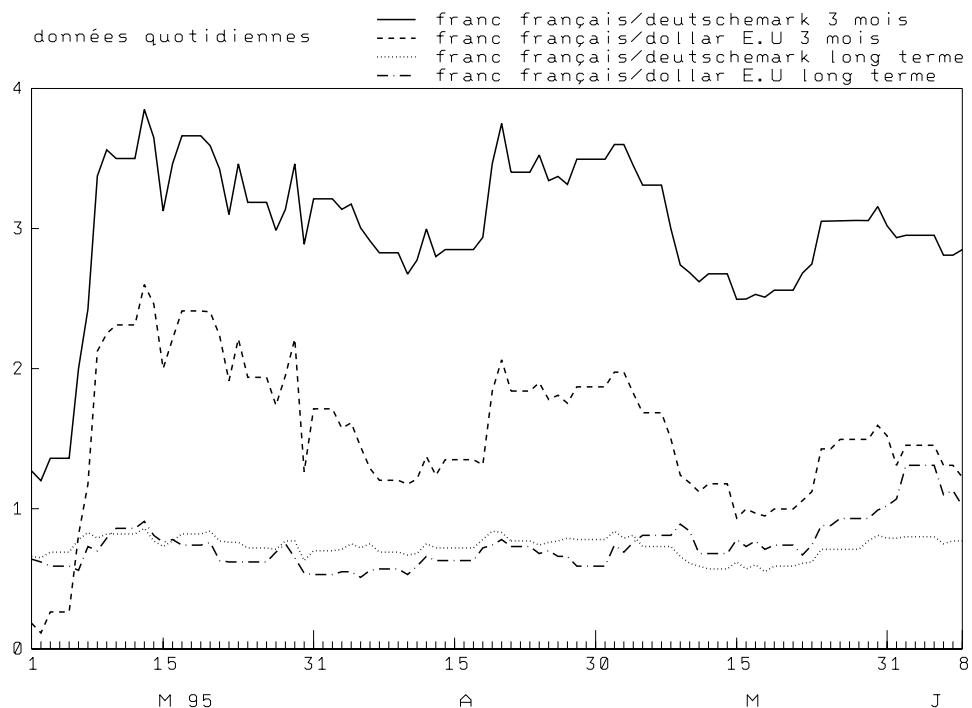
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 juin 1995

Durant le mois de mai et à l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise et le franc français sont restés en opposition avec le florin néerlandais. Depuis six mois, celui-ci enregistre à lui seul les écarts positifs moyens les plus importants. Au total, l'écart entre les extrêmes s'est quelque peu réduit.

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



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

Mise à jour le 8 juin 1995

Depuis la fin du mois d'avril, les écarts de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne d'une part, la France et les États-Unis d'autre part, ont connu une évolution heurtée, due pour l'essentiel aux variations des taux français. Au total, les écarts se sont quelques peu resserrés. Ainsi, entre les taux à court terme français et les taux allemands, l'écart est revenu de 360 points de base à 280 points de base, celui enregistré entre taux français et américains a été ramené de 200 points de base à un peu moins de 120 points de base.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne n'a pas varié d'une fin de période à l'autre. En revanche, la détente des taux aux États-Unis a contribué à accentuer l'écart entre taux français et américains.

### 3.3. Le marché de l'or

Durant la première semaine du mois de mai, le prix de l'once d'**or** s'est maintenu à un niveau proche de 390 dollars avant de se replier assez nettement le 10 mai, en liaison avec la brusque remontée du dollar et avec un accès de faiblesse des cours de l'argent-métal. Par la suite, dans un marché très calme, le prix du métal fin a évolué entre 382 dollars et 386 dollars, ne parvenant pas à retrouver ses niveaux de début de mois en dépit du reflux de la monnaie américaine.

Le marché n'a pas réagi à la publication d'une étude du groupe de recherche Gold Fields Mineral Services faisant état, pour la première fois depuis vingt ans, d'un recul de la production mondiale des mines d'or de 0,6 % (– 13 tonnes) en 1994. Ce mouvement s'explique essentiellement par une baisse de 5,75 % de la production sud-africaine.

COURS DE L'OR			
	Au 28 avril 1995	Au 31 mai 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	61 200	60 300	-1,47
Lingot (le kg).....	61 950	60 700	-2,02
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	357	350	-1,96
Vreneli .....	355	352	-0,85
Union latine .....	352	350	-0,57
Souverain .....	446	449	0,67
20 dollars .....	122	125	2,46
Peso mexicain .....	2 300	2 290	-0,43
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	389,75	384,30	-1,40
Source et réalisation : Banque de France			
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35	Mise à jour le 31 mai 1995		

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

---

## 4.1. La conjoncture économique en mai 1995

### Les indicateurs

En mai, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une hausse de 0,2 % succédant à une augmentation de 0,1 % en avril. Sur un an, la hausse des prix a été de 1,6 % (comme en avril).

Selon les données provisoires des comptes nationaux, le PIB brut total a progressé en volume de 0,7 % au premier trimestre 1995 (après + 0,8 % au trimestre précédent), traduisant une légère progression de la consommation des ménages (+ 0,4 %, après - 0,1 % au quatrième trimestre 1994) et un redressement de la FBCF totale (+ 1,5 %, après + 0,9 %), avec une croissance de l'investissement des sociétés de 2,3 % (après + 1,7 %) ; les exportations ont augmenté de 1,6 % (après + 3,7 %), tandis que les importations s'accroissaient légèrement (+ 0,1 %, après + 2,8 %). Les chiffres pour l'ensemble de l'année 1994, révisés, font apparaître une croissance, en moyenne, de 2,8 % (contre - 1,5 % en 1993) : la consommation des ménages a progressé de 1,5 % (au lieu de + 0,2 % en 1993), l'investissement de 1,4 % (au lieu de - 5,8 %), les exportations de 5,8 % (au lieu de - 0,4 %) et les importations de 6,6 % (au lieu de - 3,4 %).

L'activité commerciale s'est redressée en mai, après la quasi-stabilisation d'avril.

L'activité dans le BTP s'est inscrite en recul au premier trimestre 1995. Le nombre de logements commencés au cours des quatre premiers mois de l'année est pratiquement équivalent (- 0,2 %) à celui enregistré durant la même période de 1994.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,4 % au premier trimestre 1995, soit un accroissement de 51 800 emplois, après une progression de 0,3 % au quatrième trimestre 1994, pour atteindre 14 690 300 emplois.

En avril, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'Agence nationale pour l'emploi (ANPE) est passé à 3 264 900, soit une baisse de 0,7 % sur le mois. Sur un an, le chômage continue sa décélération, diminuant de 1,9 % en avril (après une baisse de 1,1 % en mars).

Le taux de chômage au sens du BIT est resté inchangé à 12,2 %, en repli de 0,3 point sur un an.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, en mai, la production industrielle s'est redressée dans tous les secteurs, après la stabilisation enregistrée en avril.

**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 15 juin 1995

En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la *production industrielle* s'est redressée dans tous les secteurs, après la stabilisation enregistrée en avril. Le taux d'utilisation des capacités de production, qui s'effritait depuis le début de l'année, s'est très légèrement relevé.

**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 15 juin 1995

La *demande globale* s'est raffermie. Il est toutefois vraisemblable que cette évolution traduit, en partie, un mouvement de rattrapage à la suite de l'attentisme qui a marqué la période électorale. Sur le marché intérieur la demande interindustrielle, soutenue dans certains cas par un mouvement de reconstitution des stocks, apparaît mieux orientée ; la demande des ménages, cependant, reste encore incertaine. Les ventes à l'étranger sont redevenues l'élément moteur de l'activité : le courant d'ordres en provenance, notamment, de l'Europe, et plus particulièrement de l'Allemagne, ainsi que des pays d'Asie et d'Amérique latine, s'est sensiblement renforcé ; les progrès les plus nets ont été observés dans les industries agro-

alimentaires, les biens intermédiaires et les biens de consommation alors que la compétitivité des produits exportés reste affectée par la faiblesse du dollar et de certaines monnaies européennes.

### 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 15 juin 1995

Les *carnets de commandes*, satisfaisants dans l'ensemble, sont considérés comme abondants dans les biens intermédiaires et, désormais, dans les industries agro-alimentaires.

### 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 15 juin 1995

Les *prix de vente* sont demeurés stables dans l'ensemble. Les relèvements de prix observés ne concernent qu'un nombre restreint de produits appartenant aux secteurs des biens intermédiaires. Le renchérissement des matières premières s'atténue, ce qui exerce un effet favorable sur les marges des entreprises.

Au cours des *prochains mois*, l'activité ne devrait pas enregistrer d'importantes fluctuations, sauf dans l'automobile où elle devrait diminuer.

La reprise de l'*investissement*, jusqu'alors plus faible qu'attendu, semble plus consistante. De grandes entreprises font état d'une saturation de leur outil de production et mettent en place des programmes d'extension de capacité ; les entreprises de taille moyenne privilégient les investissements de productivité.

### 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 15 juin 1995

L'*activité commerciale* s'est redressée en mai après la quasi-stagnation du mois précédent.

Les *effectifs* n'ont guère varié dans l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils se sont renforcés. Dans le commerce et les services marchands ils se sont stabilisés mais ont continué de fléchir dans le bâtiment. Les entreprises s'appuient toujours sur la flexibilité de la main-d'œuvre pour répondre à la demande en recourant à du personnel intérimaire et aux modulations d'horaires ; toutefois, elles ont également accru leurs offres d'emploi avec, très souvent, des contrats à durée déterminée et en proposant, de plus en plus fréquemment, des contrats à durée indéterminée, notamment pour les postes exigeant une qualification particulière.

## 4.2. La balance des paiements en mars 1995 et au premier trimestre 1995

### **Avertissement**

*Les résultats de l'année 1994, publiés précédemment sous une forme provisoire, ont fait l'objet d'une révision, à la suite notamment, de la modification par la direction générale des Douanes et des Droits indirects du taux CAF à l'importation, de 4,2 % à 3,3 %. L'excédent du compte de transactions courantes a ainsi été ramené de 54,4 milliards de francs à 44,7 milliards.*

Le mois de mars 1995 est marqué par un fort excédent du compte de transactions courantes et des sorties nettes substantielles au titre des flux financiers à court terme.

– Avec un excédent en données brutes de 9,9 milliards de francs en mars, contre un déficit de 2,2 milliards en février, le solde des *transactions courantes* bénéficie des résultats très favorables des échanges commerciaux de marchandises et de services, le repli du déficit des transferts courants compensant la légère augmentation de celui des revenus.

Pour l'ensemble du premier trimestre, le triplement de l'excédent des transactions courantes (38,5 milliards de francs, contre 11,4 milliards sur les trois premiers mois de 1994) est largement dû à l'amélioration du commerce de marchandises et, à un moindre degré, aux meilleurs résultats des postes « revenus » et « transferts courants ».

– Des sorties nettes de près de 26 milliards de francs ont été enregistrées en mars au titre des *flux financiers*. Ce mouvement provient surtout des flux à court terme des autres secteurs non financiers, OPCVM notamment.

La neutralité des flux du secteur bancaire en mars touche à la fois les francs et les devises. Après les sorties importantes de février, les investissements de portefeuille ont été équilibrés en mars. Les résidents ont globalement désinvesti, ce mouvement ayant porté sur les actions. Les non-résidents ont, de leur côté, opéré des dégagements réduits, à hauteur de 3,3 milliards de francs, notamment en OAT-BTAN, contre 8,5 milliards en février.

Au cours du premier trimestre, les flux financiers ont connu une moindre ampleur qu'au cours de la période similaire de l'an dernier. À des sorties à long terme de 56,4 milliards de francs (au lieu de 128,6 milliards) imputables essentiellement aux achats de titres étrangers par les résidents (33,7 milliards de francs) ont correspondu des entrées de capitaux à court terme de 22,9 milliards de francs, contre 137,2 milliards au premier trimestre 1994.

– Les *avoirs de réserve* (bruts) ont peu varié au cours du mois et du trimestre.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE									
(en données brutes – en millions de francs)									
	Année 1994 (a)	Novembre 1994 (a)	Décembre 1994 (a)	Janvier 1995 (b)	Février 1995 (b)	Mars 1995 (b)	3 mois de 1994 (a)	3 mois de 1995 (b)	
<b>1. Compte de transactions courantes</b> .....	<b>44 743</b>	<b>-7 001</b>	<b>15 848</b>	<b>30 857</b>	<b>-2 240</b>	<b>9 886</b>	<b>11 411</b>	<b>38 503</b>	
dans : Biens et services .....	146 649	7 040	19 627	10 172	9 860	20 513	26 676	40 545	
<b>2. Compte de capital</b> .....	<b>-25 537</b>	<b>-8</b>	<b>-21 836</b>	<b>-154</b>	<b>-155</b>	<b>-119</b>	<b>-147</b>	<b>-428</b>	
<b>3. Compte financier</b> .....	<b>-42 522</b>	<b>-13 809</b>	<b>30 126</b>	<b>-11 785</b>	<b>2 209</b>	<b>-25 742</b>	<b>5 187</b>	<b>-35 318</b>	
<b>3.1. Flux financiers</b> (hors avoirs de réserve) .....	<b>-29 017</b>	<b>-13 879</b>	<b>37 000</b>	<b>-9 530</b>	<b>1 819</b>	<b>-25 791</b>	<b>8 629</b>	<b>-33 502</b>	
3.1.1. Long terme									
– Investissements directs .....	332	-537	8 478	3 859	-135	-2 524	-1 558	1 200	
– Investissements de portefeuille .....	-308 187	-24 867	3 175	-20 623	-20 314	-240	-122 535	-41 177	
– Autres investissements .....	51 917	-2 696	22 984	-12 230	203	-4 407	-4 484	-16 434	
3.1.2. Court terme									
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques .....	-56 652	2 594	4 026	-13 506	523	5 130	-65 447	-7 853	
– Secteur bancaire .....	273 247	-6 362	-14 485	31 437	12 980	572	232 564	44 989	
– Autres secteurs .....	10 326	17 989	12 822	1 533	8 562	-24 322	-29 911	-14 227	
<b>3.2. Avoirs de réserve (bruts)</b> .....	<b>-13 505</b>	<b>70</b>	<b>-6 874</b>	<b>-2 255</b>	<b>390</b>	<b>49</b>	<b>-3 442</b>	<b>-1 816</b>	
<b>4. Erreurs et omissions nettes</b> .....	<b>23 316</b>	<b>20 818</b>	<b>-24 138</b>	<b>-18 918</b>	<b>186</b>	<b>15 975</b>	<b>-16 451</b>	<b>-2 757</b>	
(a) Chiffres définitifs									
(b) Chiffres provisoires									
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85								Mise à jour le 8 juin 1995	

## 4.2.1. Les résultats du mois de mars 1995

### 4.2.1.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes, en données brutes, revient à 6,7 milliards de francs en mars, après 8,6 milliards en février. Ce léger repli s'explique par un déficit des revenus plus accentué qu'au mois de février, partiellement compensé par l'amélioration du résultat des transferts courants et celle des échanges de services. Les données brutes (+ 9,9 milliards de francs en mars, après - 2,2 milliards en février) montrent en revanche une amélioration de tous les postes, sauf les revenus.

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Compte de transactions courantes**

(en données brutes – en millions de francs)

	Février 1995 (a)	Mars 1995 (a)	3 mois de 1994 (a)	3 mois de 1995 (p)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...</b>	<b>-2 240</b>	<b>9 886</b>	<b>11 411</b>	<b>38 503</b>
<i>Biens</i> .....	5 623	10 551	4 536	18 923
– Marchandises générales.....	5 532	9 669	2 679	16 969
<i>Services</i> .....	2 337	7 862	15 066	15 822
– Transports .....	-555	18	-850	-1 229
Transports maritimes	-493	-460	-1 848	-1 519
Transports non maritimes	-62	478	998	290
– Voyages .....	3 119	4 201	12 418	11 049
– Services techniques .....	-1 837	1 315	-176	-323
– Autres services .....	503	-783	-1 765	395
<i>Autres biens et services</i> .....	1 900	2 100	7 074	5 800
<i>Revenus</i> .....	-4 711	-7 966	-19 271	-11 093
<i>Transferts courants</i> .....	-7 389	-2 661	4 006	9 051
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques.....	-6 916	-2 389	4 506	10 290

(en données cvs – en millions de francs)

	Février 1995 (a)	Mars 1995 (a)	3 mois de 1994 (b)	3 mois de 1995 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...</b>	<b>8 576</b>	<b>6 723</b>	<b>19 516</b>	<b>47 625</b>
<i>Marchandises générales</i> .....	8 609	7 649	4 253	18 920
<i>Services</i> .....	5 782	7 066	20 362	21 262
– Transports maritimes.....	-430	-396	-1 663	-1 336
– Transports non maritimes.....	226	463	1 420	635
– Voyages .....	5 042	4 155	17 177	15 620
<i>Autres biens et services</i> .....	2 090	1 999	7 477	6 123
<i>Revenus</i> .....	-1 346	-6 083	-14 724	-6 676

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 juin 1995

**Les principales évolutions du commerce extérieur douanier**

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

Les échanges commerciaux du mois de mars se sont traduits par un excédent qui égale, en données corrigées des variations saisonnières, le solde record établi en décembre 1993 : + 11,8 milliards. L'excédent moyen, qui progresse depuis janvier 1994, atteint près de 10 milliards de francs sur la période des six derniers mois.

En données brutes, l'excédent s'élève à 14,1 milliards de francs, après 8,7 milliards de francs en février.

*Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs) :  
dynamisme des exportations de biens d'équipement professionnels*

Les échanges de produits *agro-alimentaires* se sont quelque peu réduits par rapport au mois précédent, notamment les exportations de produits bruts en repli de 7,5 %. La reprise des ventes de céréales, dont le tassement expliquait largement la diminution du solde agricole en 1994 par rapport à l'année précédente, n'est pas remise en cause dans cette évolution. L'excédent revient ainsi à 4,2 milliards de francs, après 4,6 milliards en février.

Le déficit *énergétique* s'allège (4,5 milliards de francs, au lieu de 5,5 milliards en février), sous l'effet d'une baisse des importations généralisée à tous les produits, mais plus particulièrement de pétrole raffiné.

La progression de l'excédent *industriel* se confirme : 8,4 milliards de francs, après 8 milliards en février, dans un contexte où les échanges se sont légèrement repliés (– 2,0 % pour les exportations, – 2,7 % pour les importations). Le solde des *biens d'équipement professionnels*, principal poste excédentaire, se renforce, passant de + 7,3 milliards de francs à + 7,8 milliards, les exportations se maintenant au niveau exceptionnel atteint en février (33,4 milliards de francs). D'un mois à l'autre, les ventes d'Airbus ont cependant progressé de 1,7 milliard de francs, 20 appareils ayant été livrés en mars pour un montant de 8,2 milliards de francs, contre 14 appareils en février pour 6,5 milliards.

Le déficit des *biens intermédiaires* s'allège (0,3 milliard de francs, au lieu de 1,5 milliard en février). Les importations de produits métalliques se réduisent depuis le début de l'année, après une forte croissance des achats enregistrée au second semestre 1994.

La diminution sensible des exportations de véhicules automobiles, proche de 18 %, entraîne le repli du solde *automobile*, qui passe de l'équilibre en février à un déficit de 0,9 milliard de francs en mars ; la chute des ventes intervient après une période de stabilité depuis l'automne 1994. Les exportations de *pièces détachées* et de *matériel utilitaire de transport terrestre*, après avoir progressé régulièrement durant toute l'année 1994, subissent un sensible tassement depuis deux mois, qui se répercute sur l'excédent (1,4 milliard de francs, au lieu de quelque 2 milliards en moyenne mensuelle sur les douze derniers mois).

*Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs) :  
ralentissement des échanges avec certains pays de l'Union européenne*

La progression de l'excédent réalisé avec les pays de l'*Union européenne* (2,1 milliards de francs, au lieu de 0,5 milliard en février) est intervenue dans un contexte de ralentissement des échanges (d'un mois sur l'autre : – 1,4 % pour les exportations et – 3,7 % pour les importations), qui concerne la plupart des partenaires et notamment le Royaume-Uni.

Après la diminution enregistrée en février, l'excédent envers le *Royaume-Uni* se maintient autour du milliard de francs. La contraction des ventes s'explique par la baisse des livraisons de matériel ferroviaire destiné au tunnel transmanche. Le solde envers l'*Italie* redevient déficitaire du fait d'une baisse de 7 % des exportations. Le solde demeure équilibré vis-à-vis de l'*UEBL*, les exportations et les importations diminuant de façon parallèle. Par ailleurs, les échanges avec l'*Allemagne* sont remarquablement stables, et le solde reste légèrement déficitaire à hauteur de 0,9 milliard de francs. Les exportations vers l'*Espagne* demeurent orientées à la hausse, l'excédent progressant quelque peu (1,3 milliard de francs, après 0,8 milliard en février).

Depuis le début de l'année, le déficit à l'égard des pays de l'OCDE hors *Union européenne* s'allège régulièrement (1,9 milliard de francs, après 2,7 milliards en février), en raison d'une baisse plus marquée des importations que des exportations (respectivement, - 6,0 % et - 2,3 % d'un mois sur l'autre). Cette évolution est à l'image des échanges avec les *États-Unis* (à l'origine de la moitié des opérations effectuées avec cette zone). Le déficit envers ce pays revient en effet de 1,4 milliard de francs à 0,9 milliard.

La zone *hors OCDE* se signale par le dynamisme des exportations. L'excédent réalisé avec l'*Afrique* progresse continûment depuis trois mois (3,2 milliards de francs, après 2,4 milliards en février). L'excédent envers les *pays d'Asie à économie en développement rapide* fléchit (1,9 milliard de francs, après 4,1 milliards), mais reste nettement favorable en raison notamment des fortes ventes réalisées dans le domaine aéronautique. Enfin, l'excédent vis-à-vis du *Moyen-Orient* passe de 0,3 milliard de francs à 1,1 milliard à la faveur de la réalisation de grands contrats à l'exportation.

### **Les principaux postes des transactions courantes**

#### **Les biens**

Ce poste reflète principalement les échanges de marchandises et reste donc très excédentaire au mois de mars : 7,6 milliards de francs en données cvs, contre 8,6 milliards en février. Le travail à façon et les réparations qui ne présentent pas de saisonnalité sont à l'origine d'un excédent brut de 0,9 milliard de francs, au lieu de l'équilibre le mois précédent.

#### **Les services**

(en données cvs)

L'excédent des services atteint 7,1 milliards de francs en mars, soit le niveau moyen des six derniers mois. La progression du solde d'un mois à l'autre (+ 1,3 milliard de francs) résulte de mouvements contrastés. Parmi les évolutions marquantes, les échanges de services techniques se sont traduits par une croissance des recettes, conjuguée à une diminution des dépenses, qui conduit à un résultat positif de 1,2 milliard de francs, au lieu d'un déficit de 0,8 milliard de francs en février. Les effets négatifs sur le résultat d'ensemble sont dus pour une part au retour du solde des « autres services », qui passe de + 1 milliard de francs à - 1,1 milliard, en raison de l'évolution des règlements de loyers versés sur des opérations de crédit-bail et des commissions et frais du secteur bancaire. Le solde des voyages est également en diminution. Les recettes ont plafonné alors que les dépenses des résidents à l'étranger croissent de près de 12 % d'un mois à l'autre. Ces mouvements doivent être résitués dans un contexte de forte fluctuation des changes avec notamment une assez nette progression de la part des dépenses en dollars.

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

Le solde de ce poste, qui résulte de l'analyse du rapprochement des données douanières du commerce extérieur, en transactions, et des règlements de marchandises correspondants, s'établit à + 1,9 milliard de francs en mars, après + 2,1 milliards en février.

#### **Les revenus**

(en données cvs)

Le solde des revenus se creuse sensiblement en mars (- 6,1 milliards de francs, au lieu de - 1,3 milliard), suivant l'évolution du déficit des revenus d'investissements (- 6,2 milliards de francs, au lieu de - 1,5 milliard) qui correspond toutefois au résultat de mars 1994. Cependant, d'une année à l'autre, et pour le mois de mars, l'amélioration du solde des coupons courus, due à de moindres sorties

**Graphiques non disponibles**

nettes des investissements de portefeuille et de moindres versements de coupons échus sur titres publics, a été compensée par l'alourdissement des versements nets d'intérêts sur échanges financiers (*swaps*).

### **Les transferts courants**

(en données brutes)

Le déficit des transferts courants se réduit sensiblement (– 2,7 milliards de francs, au lieu de – 7,4 milliards en février). Cette évolution s'explique pour l'essentiel par les transferts des administrations publiques vers les institutions de l'Union européenne. La contribution française au titre de la TVA relative au mois de mars a, en effet, été effectuée par anticipation au cours des deux premiers mois de 1995.

#### **4.2.1.2. Les transferts en capital**

Les flux en cause sont de très faible montant. Les dernières opérations significatives remontent à décembre 1994, et se rapportent aux abandons de créances accordés aux pays de la Zone franc à la suite de la dévaluation du franc CFA.

#### **4.2.1.3. Le compte financier<sup>1</sup>**

Au cours du mois de mars 1995, le compte financier a enregistré des sorties nettes de 25,8 milliards de francs provenant essentiellement du secteur privé, les opérations de portefeuille étant neutres ce mois-ci, tandis que les avoirs de réserve bruts sont restés stables.

##### **Flux financiers à long terme**

Les flux à long terme du compte financier ont suscité 7,2 milliards de francs de sorties de capitaux, après 20,2 milliards en février.

Le solde des *investissements directs* s'est inscrit à hauteur de – 2,5 milliards de francs, les investissements directs à l'étranger (5,9 milliards de francs) étant nettement supérieurs aux investissements étrangers en France (3,4 milliards de francs).

Les *investissements de portefeuille* se sont caractérisés par une situation équilibrée (– 0,2 milliard de francs). Par rapport aux deux premiers mois de l'année, les résidents ont inversé leur position en vendant leurs titres étrangers à hauteur de 3,6 milliards de francs. Les non-résidents ont été à l'origine de cessions de titres français à hauteur de 3,3 milliards de francs (dont 2,2 milliards de francs d'OAT).

Les *prêts bancaires à long terme* ont entraîné 4,9 milliards de francs de sorties du fait de mises en place d'eurocrédits au bénéfice des non-résidents (4,9 milliards de francs).

##### **Flux financiers à court terme**

Hors avoirs de réserve, les flux à court terme du compte financier se sont soldés par des sorties nettes de 18,6 milliards de francs en mars 1995.

Les opérations à court terme du *secteur bancaire* ont été proches de l'équilibre (0,6 milliard de francs). Le comportement des non-résidents vis-à-vis du franc a suscité 16,5 milliards de francs de sorties sous l'effet conjugué d'un accroissement des emprunts de francs (49,4 milliards de francs) et de ventes à terme de francs (33,7 milliards de francs), compensé en partie par une augmentation des dépôts (62,7 milliards de francs).

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

La clientèle résidente a été aussi à l'origine des sorties de capitaux (3,9 milliards de francs) du fait de l'augmentation de dépôts en devises. Par ailleurs, la politique des banques résidentes en matière de transformation d'échéances en devises est demeurée à l'origine d'entrées (31,3 milliards de francs), compte tenu du financement à court terme d'une augmentation de leur portefeuille de titres étrangers libellés en devises.

Les opérations du secteur des autorités monétaires et des administrations publiques sont à l'origine d'entrées de 5,1 milliards de francs.

Les flux financiers à court terme des autres secteurs ont dégagé des sorties de 24,3 milliards de francs, principalement du fait de placements de trésorerie à l'étranger du secteur privé non bancaire (17,9 milliards de francs).

#### **Avoirs de réserve (bruts)**

Les *avoirs de réserve (bruts)* ont été stables au cours du mois de mars 1995.

### **4.2.2. Les résultats du premier trimestre 1995**

Les trois premiers mois sont marqués par un triplement de l'excédent du compte de transactions courantes par rapport au premier trimestre 1994 (38,5 milliards de francs, contre 11,4 milliards). Cette évolution remarquable provient des résultats très favorables du commerce extérieur de biens et du progrès des transferts courants versés par les institutions européennes. Les flux financiers ont, en contrepartie, dégagé un solde négatif de 33,5 milliards de francs, contre des entrées de 8,6 milliards l'an dernier sur la même période.

#### **4.2.2.1. Les principales évolutions des transactions courantes**

L'excédent commercial, en données douanière FAB-FAB cvs, s'améliore de près de 14 milliards de francs au premier trimestre 1995, par rapport aux mêmes mois de l'année précédente. Il atteint en effet 31,6 milliards de francs, alors que les échanges ont vivement progressé (+ 13,9 % pour les exportations et + 10,1 % pour les importations).

Ce résultat correspond principalement à la croissance de l'excédent industriel, et en particulier des biens d'équipement professionnels. Seuls les échanges de biens intermédiaires et de véhicules automobiles, pour l'industrie civile, conduisent à des résultats en retrait d'une période à l'autre, du fait d'une poussée des importations. Le solde des produits agricoles bruts reste, par ailleurs, en deçà de son niveau du premier trimestre 1994, la diminution des ventes, observée au cours de l'année 1994, n'étant pas totalement compensée.

Sur un plan géographique, l'excédent avec l'*Union européenne* se renforce quelque peu (+ 6,8 milliards de francs, contre + 5,2 milliards en données CAF-FAB cvs). Le déficit avec l'*Italie* s'est nettement réduit pour atteindre moins de 1 milliard de francs au premier trimestre 1995, les exportations progressant de 15 % d'une période à l'autre, contre un peu moins de 10 % pour les importations. Le principal excédent bilatéral, avec le *Royaume-Uni*, revient à 5,7 milliards de francs, après 6,6 milliards, en raison d'un net fléchissement des exportations françaises. C'est cependant vis-à-vis des *Économies en développement rapide d'Asie* que le résultat s'améliore de façon la plus notable, le solde devenant nettement excédentaire (7,4 milliards de francs), après un déficit de 3,2 milliards (données CAF-FAB cvs, au premier trimestre 1994).

Sous l'effet d'une progression de l'excédent des *marchandises*, équivalente en balance des paiements à celle du commerce douanier, et d'une nette diminution du déficit des revenus, le solde du compte de transactions courantes passe de + 19,5 milliards de francs à + 47,6 milliards d'un trimestre à l'autre en données cvs.

En données cvs, le solde des *services* enregistre un léger progrès, passant de + 20,3 milliards de francs à + 21,3 milliards. Cette quasi-stabilité recouvre des évolutions contrastées, parmi lesquelles une nette croissance des dépenses de voyages (+ 8,7 %), sensible notamment au mois de mars, alors que les recettes plafonnent dans un contexte où le franc s'est apprécié. L'excédent revient ainsi à 15,6 milliards de francs, après + 17,2 milliards au premier trimestre 1994. À l'inverse, le solde des autres services s'est retourné favorablement, devenant excédentaire à hauteur de 1 milliard de francs, après – 1,6 milliard de francs, du fait d'un résultat en progrès au titre des commissions et frais bancaires du secteur bancaire.

L'allégement du déficit des *revenus* est en revanche très sensible et concerne en quasi-totalité les revenus des investissements, dont le déficit passe de 14,8 milliards de francs à 8,4 milliards de francs en données cvs. L'amélioration porte sur le solde des coupons courus, nettement moins déficitaire qu'au premier trimestre 1994, période où ont été enregistrés des désinvestissements nets élevés ; en outre, avec la diminution de l'encours de titres publics détenus par les non-résidents, le montant des coupons versés sur titres publics se contracte.

Enfin, les transferts courants restent excédentaires, de manière exceptionnelle au regard du résultat annuel, au cours des deux trimestres (9,1 milliards de francs en 1995, contre 4 milliards en 1994, en données brutes). Ces résultats reflètent pour l'essentiel, les transferts des administrations publiques avec les institutions de l'Union européenne. Pour la deuxième année consécutive, en effet, et dans le cadre de la réforme de la PAC, la section garantie du FEOGA enregistre de fortes indemnités au mois de janvier, celles-ci ayant même progressé d'une année à l'autre.

#### 4.2.2.2. *Le compte financier*<sup>1</sup>

Au cours du premier trimestre 1995, le compte financier enregistrait un solde négatif de 33,5 milliards de francs, hors augmentation des avoirs de réserve bruts de 1,8 milliard de francs. Les flux ont été très inférieurs à ceux du premier trimestre de 1994, les résidents poursuivant, au contraire des non-résidents sur titres français, leurs acquisitions de titres étrangers. Dans ce contexte, les opérations des non-résidents à court terme ont été limitées.

##### *Flux financiers à long terme*

Les flux financiers à long terme ont entraîné 56,4 milliards de francs en sorties, au lieu de 128,6 milliards au premier trimestre 1994.

Le solde des *investissements directs* a représenté un excédent de 1,2 milliard de francs, les opérations françaises à l'étranger et étrangères en France s'étant largement compensées.

Les *investissements de portefeuille* ont donné lieu à des sorties de 41,2 milliards de francs, essentiellement sous l'effet des opérations des résidents sur titres étrangers (33,7 milliards de francs), contre des sorties de 122,5 milliards de francs l'an dernier sur la même période.

Les *autres investissements* ont également enregistré un solde négatif à hauteur de 16,4 milliards de francs, les prêts bancaires à long terme ayant été à l'origine de 11,7 milliards de francs de sorties.

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

**Flux financiers à court terme**

Hors avoirs de réserve, les flux à court terme du compte financier se sont soldés par des entrées nettes de 22,9 milliards de francs au premier trimestre 1995, contre 137,2 milliards sur les trois premiers mois de 1994.

Les opérations à court terme du secteur bancaire sont à l'origine d'entrées nettes de 45 milliards de francs malgré le comportement des non-résidents vis-à-vis du franc qui s'est traduit par des sorties nettes de 14 milliards de francs. Des entrées de 228,6 milliards de francs avaient été enregistrées début 1994.

Les flux financiers à court terme des autres secteurs ont dégagé des sorties nettes de 14,2 milliards de francs.

**Avoirs de réserve (bruts)**

Les avoirs de réserve (bruts) ont augmenté au cours du premier trimestre de 1,8 milliard de francs.

**LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Soldes complémentaires**

(en données brutes – en millions de francs)

	Année 1994 (a)	Année 1993 (a)	1 <sup>er</sup> trim. 1994 (a)	2 <sup>e</sup> trim. 1994 (a)	3 <sup>e</sup> trim. 1994 (a)	4 <sup>e</sup> trim. 1994 (a)	1 <sup>er</sup> trim. 1995 (b)
<b>1. Compte de transactions courantes .....</b>	<b>44 743</b>	<b>52 383</b>	<b>11 411</b>	<b>5 945</b>	<b>13 758</b>	<b>13 629</b>	<b>38 503</b>
<b>2. Compte de capital (Transferts en capital) .....</b>	<b>-25 537</b>	<b>-447</b>	<b>-147</b>	<b>-2 236</b>	<b>-363</b>	<b>-22 791</b>	<b>-428</b>
<b>3. Investissements directs.....</b>	<b>332</b>	<b>-139</b>	<b>-1 558</b>	<b>928</b>	<b>-16 918</b>	<b>17 880</b>	<b>1 200</b>
<b>Solde à Financer .....</b>	<b>19 538</b>	<b>51 797</b>	<b>9 706</b>	<b>4 637</b>	<b>-3 523</b>	<b>8 718</b>	<b>39 275</b>
<b>4. Secteurs des administrations publiques (c) .....</b>	<b>38 785</b>	<b>-776</b>	<b>-6 423</b>	<b>10 300</b>	<b>6 321</b>	<b>28 587</b>	<b>-12 237</b>
<b>5. Autres secteurs (Sociétés, ménages...) .....</b>	<b>-297 876</b>	<b>228 432</b>	<b>-151 488</b>	<b>-77 878</b>	<b>-52 625</b>	<b>-15 885</b>	<b>-55 793</b>
<b>6. Erreurs et omissions nettes.....</b>	<b>23 316</b>	<b>14 952</b>	<b>-16 451</b>	<b>40 238</b>	<b>35 142</b>	<b>-35 613</b>	<b>-2 757</b>
<b>Solde global = proxy de la contrepartie     « extérieur » de M3.....</b>	<b>-216 237</b>	<b>294 405</b>	<b>-164 656</b>	<b>-22 703</b>	<b>-14 685</b>	<b>-14 193</b>	<b>-31 512</b>
<b>7. Secteur bancaire (c).....</b>	<b>317 542</b>	<b>-304 756</b>	<b>230 998</b>	<b>46 221</b>	<b>19 212</b>	<b>21 111</b>	<b>33 328</b>
<b>8. Secteur des autorités monétaires (e) .....</b>	<b>-101 305</b>	<b>10 351</b>	<b>-66 342</b>	<b>-23 518</b>	<b>-4 527</b>	<b>-6 918</b>	<b>-1 816</b>
Avoirs de réserve (bruts) .....	-13 505	30 864	-3 442	-2 818	-327	-6 918	-1 816
Engagements .....	-87 800	-20 513	-62 900	-20 700	-4 200	0	0

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires

(c) Y compris les BTF

(d) Pour des raisons de disponibilité statistique, seuls les flux financiers à court et long terme hors investissements directs et investissements de portefeuille sont compris dans le secteur bancaire, les OPCVM sont dans la rubrique « Autres secteurs »

(e) Signe négatif = augmentation d'avoirs

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 juin 1995

**LES NEUF PRINCIPAUX SOLDES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS  
ET DE LA POSITION EXTÉRIEURE  
(Actualisation)**

(en millions de francs)

	1993	1994
<b>1. LES SIX SOLDES MENSUELS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS</b>		
<b>1.1. Solde du compte des transactions courantes .....</b>	<b>52 383</b>	<b>44 743</b>
<b>Solde des biens et services.....</b>	<b>134 884</b>	<b>146 649</b>
<b>1.2. Solde du compte des transactions courantes et du compte de capital .....</b> (approximation de la capacité ou du besoin de financement de la Nation DOM-TOM inclus)	<b>51 936</b>	<b>19 206</b>
<b>1.3. Solde des flux financiers hors avoirs de réserve.....</b>	<b>-97 752</b>	<b>- 29 017</b>
<b>1.4. Variation de ns avoirs de réserve (a) .....</b>	<b>30 864</b>	<b>-13 505</b>
<b>1.5. Solde de la balance globale.....</b> (ou création monétaire induite par l'extérieur)	<b>294 405</b>	<b>-216 237</b>
<b>Composantes :</b> <i>Comptes des transactions courantes.....</i>	<i>52 383</i>	<i>44 743</i>
<i>Compte de capital.....</i>	<i>-447</i>	<i>-25 537</i>
<i>Investissements directs des « autres secteurs » .....</i>	<i>-1 390</i>	<i>-9 249</i>
<i>Flux financiers du secteur des administrations publiques .....</i>	<i>60 685</i>	<i>-181 741</i>
<i>Flux financiers des « autres secteurs » (b) .....</i>	<i>168 222</i>	<i>-66 769</i>
<i>Erreurs et omissions.....</i>	<i>14 952</i>	<i>23 316</i>
<b>1.6. Solde à financer .....</b>	<b>51 797</b>	<b>19 538</b>
<b>Composantes :</b> <i>Compte des transactions courantes .....</i>	<i>52 383</i>	<i>44 743</i>
<i>Compte de capital.....</i>	<i>-447</i>	<i>-25 537</i>
<i>Net des investissements directs .....</i>	<i>-139</i>	<i>332</i>
	Fin 1993	Fin 1994 (e)
<b>2. LES TROIS SOLDES TIRÉS DE LA POSITION EXTÉRIEURE</b>		
<b>2.1. Position extérieure (c)</b>		
<b>Net des encours de créances et de dettes sur le reste du monde .....</b> (extrait du Tableau des opérations financières)	<b>-393 700</b>	<b>-205 000</b>
<b>Position extérieure établie par la Balance des paiements .....</b>	<b>-403 200</b>	<b>-302 500</b>
<b>2.2. Position monétaire extérieure (proxy de la contrepartie de M3) (d) .....</b>	<b>394 748</b>	<b>162 675</b>
<b>Composantes :</b> <i>Position à court terme du secteur bancaire .....</i>	<i>133 500</i>	<i>-166 300</i>
<i>Position à long terme du secteur bancaire .....</i>	<i>77 500</i>	<i>69 000</i>
<i>(y c. titres et investissements directs inclus à l'année)</i>		
<i>Position à court terme du secteur des autorités monétaires.....</i>	<i>183 748</i>	<i>259 975</i>
<b>2.3. Éléments mensuels de la position monétaire extérieure (court terme).....</b>	<b>337 248</b>	<b>93 675</b>
<b>Composantes :</b> <i>Position à court terme du secteur bancaire .....</i>	<i>133 500</i>	<i>-166 300</i>
<i>Position à court terme du secteur des autorités monétaires.....</i>	<i>183 748</i>	<i>259 975</i>

- (a) Un montant sans signe correspond à une diminution des réserves.  
 (b) Les « autres secteurs » regroupent les ménages, les sociétés et les institutions financières non-monétaires (y compris les OPCVM monétaires jusqu'au début de 1996).  
 (c) Les différences sont dues à des méthodes de valorisation différentes.  
 (d) Des différences subsistent imputables notamment aux créances des OPCVM, non incluses dans le secteur bancaire en Balance des paiements, et à la valorisation du stock d'or.  
 (e) Chiffres provisoires

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

Mise à jour le 13 juin 1995

## 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

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

Au cours du mois de mai, les marchés de taux ont enregistré une évolution favorable.

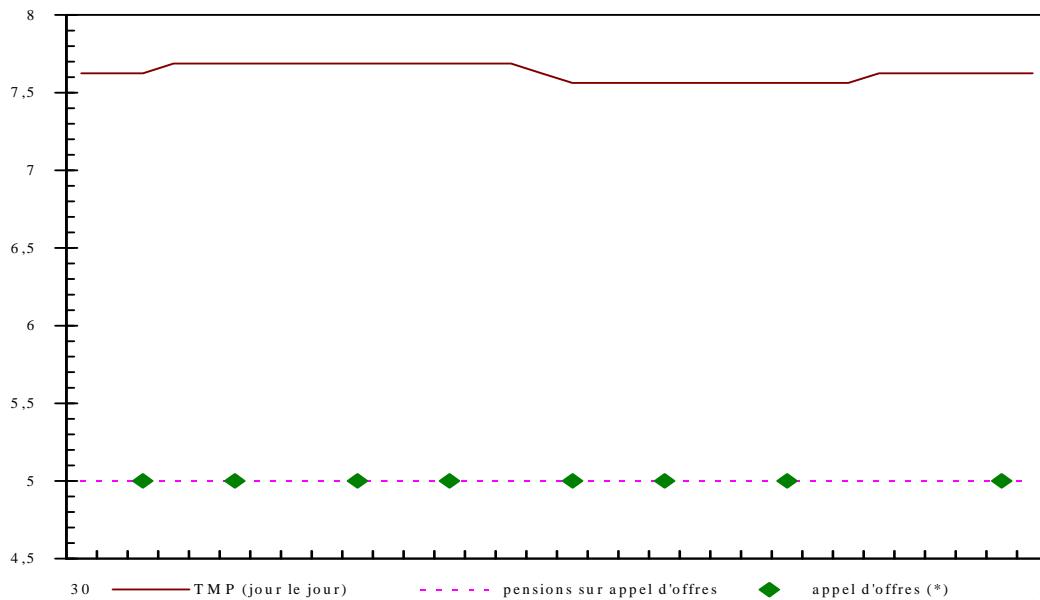
Tout en conservant un profil inversé, la courbe des rendements courts a subi une translation à la baisse en raison de l'apaisement des tensions observées sur les marchés de change à l'issue de l'élection présidentielle.

Les taux longs se sont détendus dans le sillage des marchés américain et allemand. Un certain nombre d'indicateurs reflétant le ralentissement de la croissance dans ces pays a en effet éloigné, aux yeux des opérateurs, la perspective d'un resserrement des politiques monétaires, et même fait réapparaître certaines anticipations d'une possible baisse des taux directeurs du Système de réserve fédérale et de la Banque fédérale d'Allemagne.

D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare à 10 ans français passe de 7,84 % à 7,44 %, soit un repli de 40 points de base. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund demeure stable, légèrement en deçà de 80 points de base.

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

#### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 30 avril 1995 au 31 mai 1995



(\*) Jour de règlement de l'opération

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

Mise à jour le 6 juin 1995

D'une fin de mois à l'autre, le loyer de l'argent au jour le jour enregistre un très léger repli de 7 9/16 % - 7 11/16 % à 7 1/2 % - 7 5/8 %.

Le taux moyen mensuel s'est établi à 7,63 % en mai, contre 7,66 % le mois précédent.

Le volume des concours nets de la Banque de France est demeuré à peu près stable, passant de 95,4 milliards de francs le 28 avril à 94,7 milliards de francs le 31 mai.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 avril-15 mai ont atteint 20 milliards de francs (dont 12,8 milliards de francs sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 19,5 milliards de francs.

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

*(en milliards de francs)*

	Avril 1995	Mai 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-242,9	-242,8	0,1
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-8,0	-7,0	1,0
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	121,2	121,6	0,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	6,0	12,3	6,3
DIVERS .....	9,6	12,9	3,3
<b>TOTAL</b> .....	<b>-114,0</b>	<b>-103,1</b>	<b>10,9</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	104,1	110,5	6,4
– Autres pensions .....	4,2	4,5	0,3
– Bons du Trésor achetés ferme .....	20,0	18,5	-1,5
– Opérations d'escompte net .....	0,4	0,4	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-14,8	-30,8	-16,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>114,0</b>	<b>103,1</b>	<b>-10,9</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.

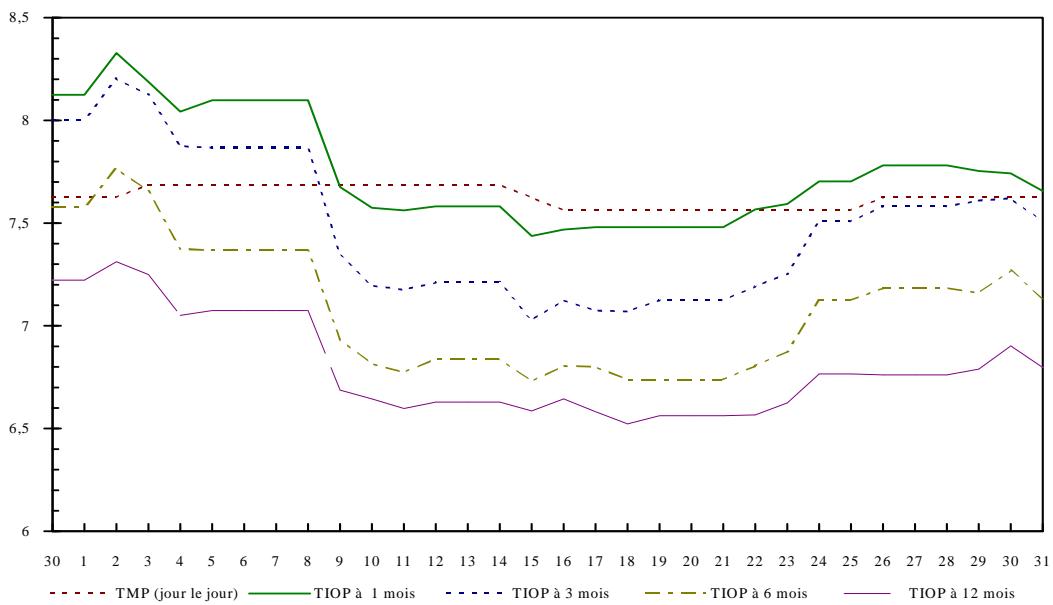
Source et réalisation :Banque de France

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

Mise à jour le 6 juin 1995

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

#### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 30 avril 1995 au 31 mai 1995



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

Mise à jour le 6 juin 1995

Les taux de court terme interbancaires ont connu une tendance baissière très marquée tout au long de la première quinzaine de mai, ce mouvement s'étant notamment accentué après l'élection présidentielle du 7 mai. La baisse des rendements s'est effectuée parallèlement au raffermissement du franc qui est temporairement revenu sous le seuil des 3,50 francs contre deutschemark.

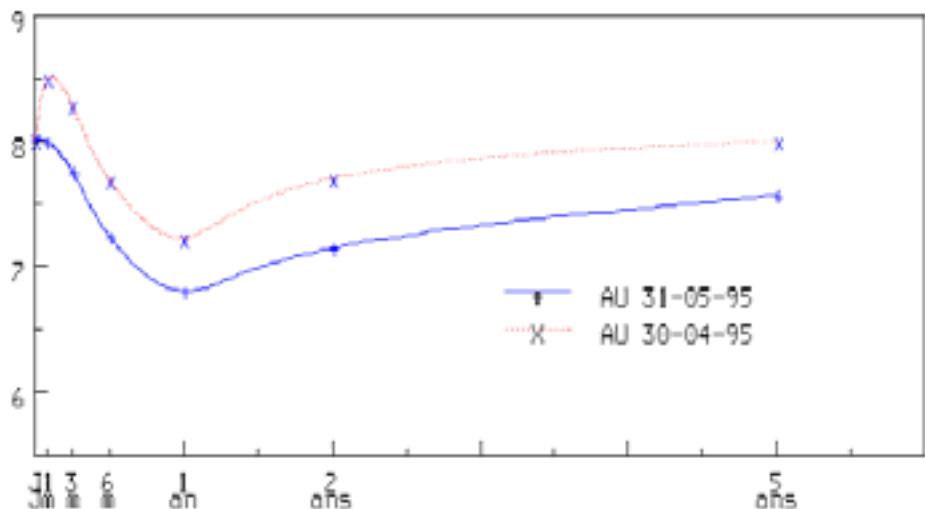
Cette tendance a laissé la place à un mouvement de correction durant la seconde quinzaine du mois, alors que les assouplissements décidés par la Banque nationale de Belgique le 15 mai (baisse de 0,25 point du taux central, de 4,75 % à 4,50 %) et la Banque du Danemark le 18 mai (baisse du taux des pensions à 2 semaines de 6,50 % à 6,35 %) pouvaient alimenter encore certaines anticipations de détente similaire en France. Toutefois, un redressement général du deutschemark, lié à un nouvel accès de faiblesse du dollar, et l'attente des décisions budgétaires du nouveau gouvernement ont incité les opérateurs à la prudence.

Le 31 mai, les rendements se sont à nouveau orientés à la baisse, après que les interventions concertées des banques centrales en faveur du dollar aient permis une amélioration de la parité du franc sur les marchés de change.

D'une fin de mois à l'autre, les taux interbancaires enregistrent une baisse de 40 à 50 centimes d'ampleur assez égale suivant les durées. La courbe des rendements a ainsi subi une translation générale vers le bas et continue d'être fortement inversée jusqu'au niveau de la durée d'un an, puis faiblement ascendante au-delà.

## ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 avril 1995	31 mai 1995	Variation
TIOP à 1 mois .....	8,125	7,6563	-0,4687
TIOP à 3 mois .....	8,0039	7,5078	-0,4961
TIOP à 6 mois .....	7,5781	7,1328	-0,4453
TIOP à 1 an .....	7,2227	6,7969	-0,4258
Taux à 2 ans .....	7,7	7,14	-0,56
Taux à 5 ans .....	8	7,56	-0,44

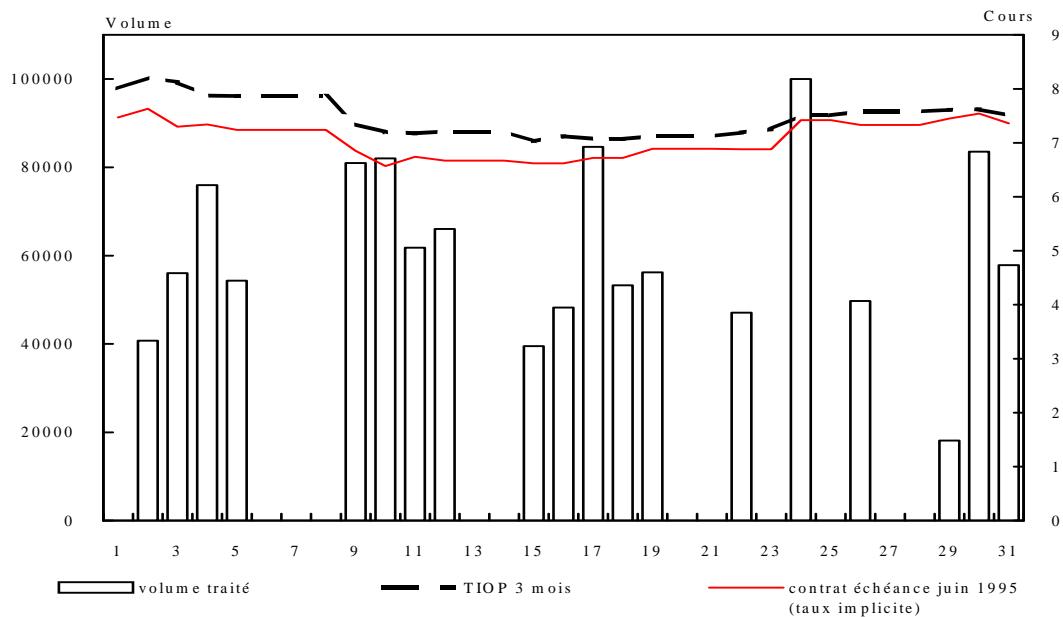
STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ  
Taux actuariels

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

Mise à jour le 12 juin 1995

Sur le Matif, la faible progression (9 points) du cours du contrat Pibor échéance juin est moins forte que la baisse du TIOP 3 mois : la différence provient du début de convergence entre taux futur et taux au comptant. Les contrats d'échéance plus éloignée connaissent des hausses de cours supérieures (12 centimes sur septembre 1995, 38 centimes sur décembre 1995, et 68 centimes sur mars 1996) et montrent des anticipations de taux marquées : à fin mai, 6,47 % sur l'échéance septembre, 6,14 % sur l'échéance décembre, et 6,06 % sur l'échéance mars pour un taux à 3 mois égal à 7,51 %.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS  
du 30 avril 1995 au 31 mai 1995**



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

Mise à jour le 6 juin 1995

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### *Adjudications*

Au cours du mois de mai, le Trésor a procédé à l'adjudication de 146,7 milliards de bons à taux fixe en francs (17,9 milliards de BTAN et 128,8 milliards de BTF) auxquels il convient d'ajouter 270 millions d'écus de BTAN à 5 ans émis le 10 mai.

L'encours total de bons en circulation progresse à 1 031,8 milliards de francs le 31 mai, contre 995,2 milliards de francs le 28 avril. Ce chiffre n'inclut pas l'encours de BTAN en écus, qui s'élève à 5,9 milliards d'écus, contre 5,6 milliards le mois précédent.

## ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuairel annuel moyen	Taux inter-bancaire (f)
				(d)	(e)	(f)			
2 mai 1995	BTF	7 sem.	17 210	6 837	832	8,10	8,15	8,54	8,76
2 mai 1995	BTF	13 sem.	28 405	15 937	1 939	8,00	8,19	8,42	8,58
2 mai 1995	BTF	44 sem.	13 700	5 961	689	7,17	7,23	7,33	7,38
9 mai 1995	BTF	6 sem.	16 590	7 931	928	7,52	7,57	7,92	8,07
9 mai 1995	BTF	13 sem.	19 085	13 584	1 582	7,23	7,27	7,56	7,66
9 mai 1995	BTF	26 sem.	7 200	4 536	532	6,72	6,80	6,98	7,15
15 mai 1995	BTF	5 sem.	14 956	5 135	148	7,18	7,21	7,55	7,44
15 mai 1995	BTF	13 sem.	14 004	15 492	1 532	6,81	6,86	7,12	7,32
15 mai 1995	BTF	42 sem.	13 460	3 355	363	6,37	6,41	6,53	6,62
18 mai 1995	BTAN 7,25 %	2 ans	21 299	10 159	149	101,52	101,47	6,48	7,10
18 mai 1995	BTAN 7,75 %	5 ans	15 562	7 772	262	103,34	103,27	6,91	7,50
22 mai 1995	BTF	4 sem.	16 850	4 002	0	7,34	7,39	7,73	7,95
22 mai 1995	BTF	13 sem.	29 962	16 010	72	7,02	7,06	7,34	7,49
22 mai 1995	BTF	29 sem.	9 558	5 003	23	6,42	6,49	6,66	6,96
29 mai 1995	BTF	6 sem.	15 550	4 002	0	7,50	7,53	7,89	8,15
29 mai 1995	BTF	13 sem.	42 340	16 001	691	7,41	7,44	7,75	7,94
29 mai 1995	BTF	28 sem.	8 600	5 005	0	6,94	7,00	7,18	7,39

(a) Date d'adjudication

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

(c) En millions de francs

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

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

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

Source : Banque de France  
DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99Réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1995

## ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN ÉCUS

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Montants émis (c)	Taux actuairel annuel
10 mai 1995	BTAN ÉCUS	5 ans	270	7,05

(a) Date de placement

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

(c) Valeur en écus

Source : Banque de France  
DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99Réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 juin 1995

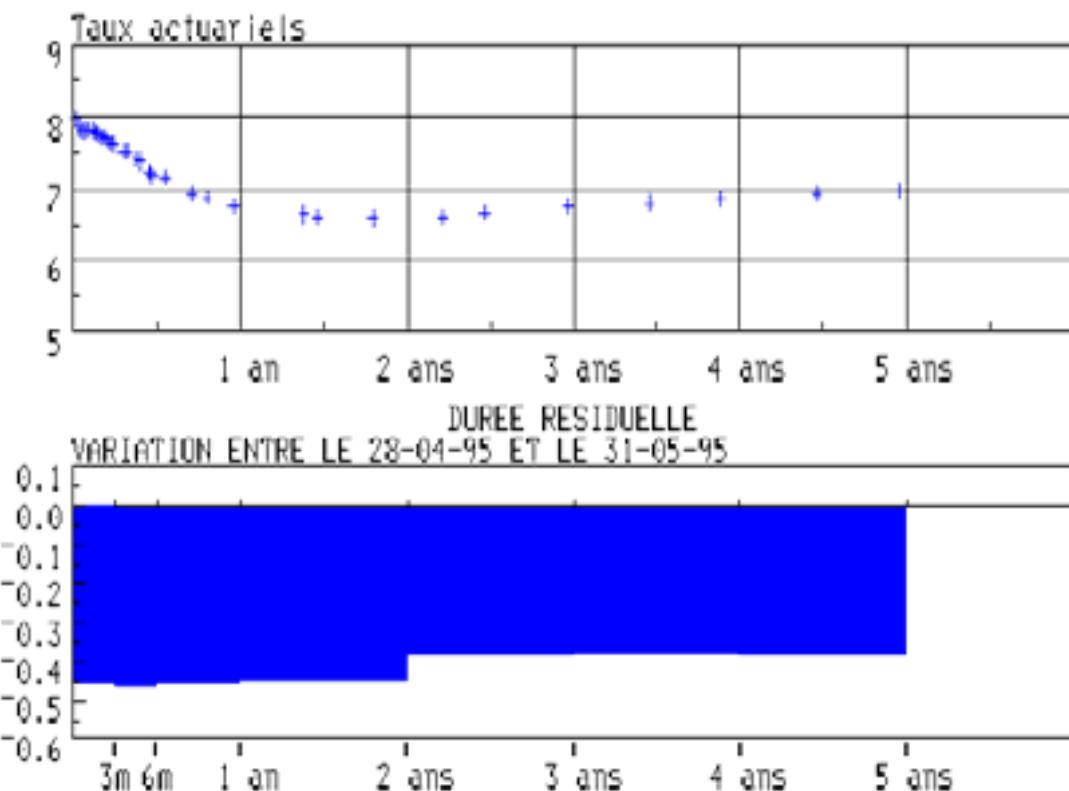
En ce qui concerne les BTF 13 semaines, les taux à l'émission ont enregistré une baisse continue (– 67 centimes au total entre le 2 et le 29 mai).

Pour les BTAN émis le 18 mai, on note une baisse de 75 centimes sur la tranche à 2 ans et de 40 centimes sur celle à 5 ans par rapport à la précédente adjudication tenue le 20 avril.

**Marché secondaire**

Le marché secondaire des bons du Trésor a bénéficié au mois de mai d'un mouvement sensible de détente des rendements des BTF et des BTAN dans un contexte toutefois assez peu actif.

**BONS DU TRÉSOR**  
**TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE**  
**au 31 mai 1995**

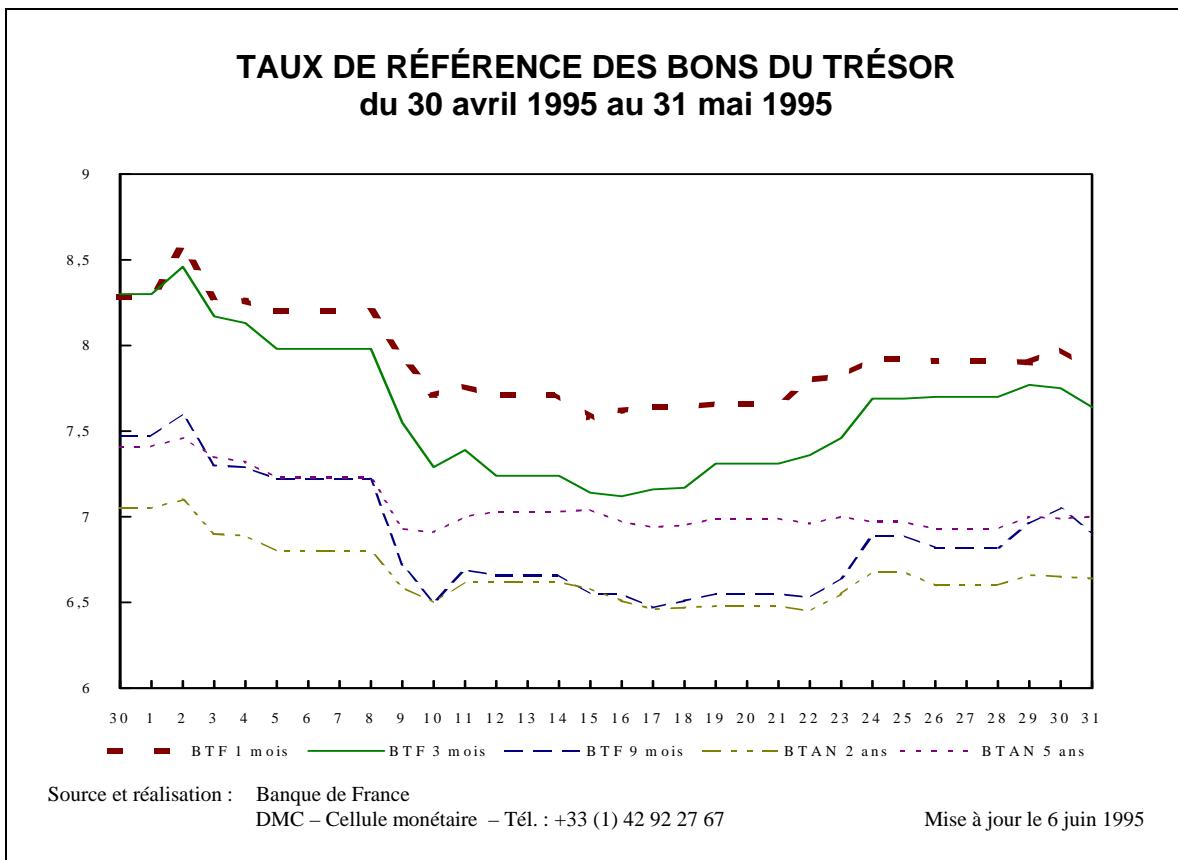


Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 juin 1995

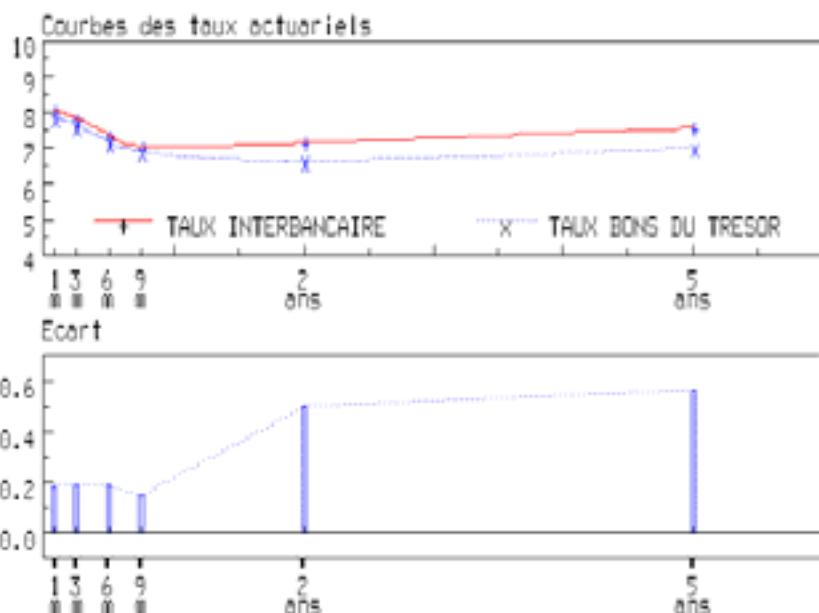
La baisse des taux des bons du Trésor a surtout eu lieu au cours de la première quinzaine du mois en liaison avec la détente des taux interbancaires et la meilleure tenue de la parité.

Les taux de rendement des BTF, qui s'étaient tendus continûment au cours des trois mois précédents ont baissé de 25 à 50 points de base au cours de cette quinzaine. Les rendements des BTAN se détendaient parallèlement de 40 à 60 points de base, bénéficiant d'un mouvement acheteur autour des maturités 2 ans et poursuivant le mouvement de baisse entamé depuis le début de l'année. Cette amélioration s'effectuait toutefois dans un contexte nerveux et peu étayé, le niveau d'incertitude sur l'évolution des taux restant très élevé. Aussi, les rendements des BTF et des BTAN se stabilisaient puis se tendaient légèrement dans la seconde quinzaine du mois, les anticipations de baisse des taux courts interbancaires ayant été différées dans le temps, tout en restant très proches de leur plus bas niveaux depuis l'été 1994.



Au total sur le mois, les rendements des BTF et des BTAN se détendent de 20 à 40 points de base, la baisse étant décroissante avec les maturités.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT  
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR  
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE  
au 31 mai 1995**



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

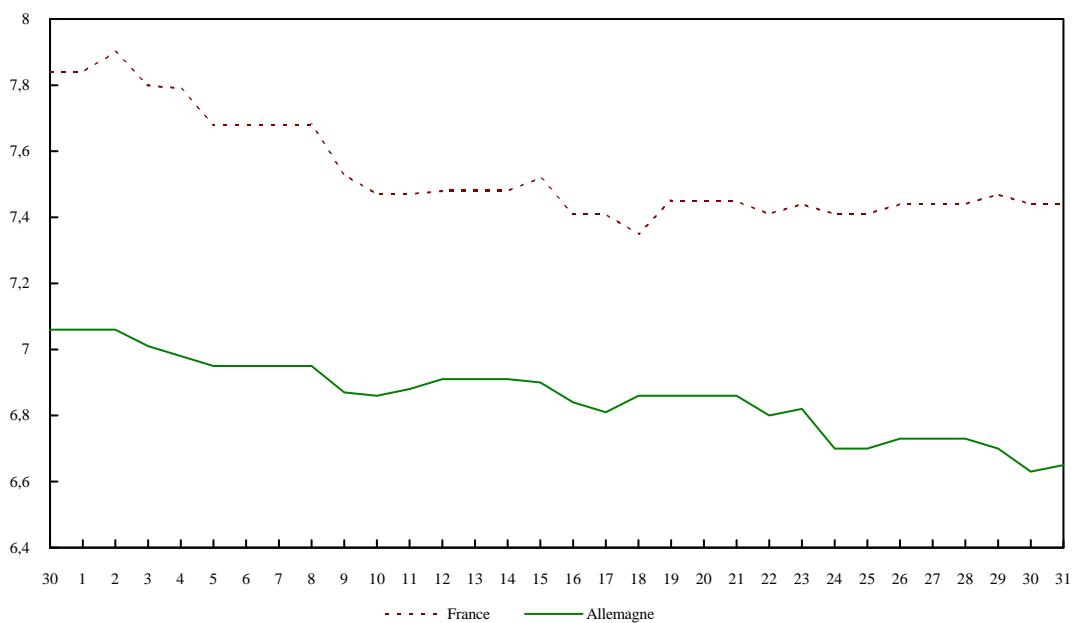
Mise à jour le 12 juin 1995

L'écart de rendement entre le marché interbancaire et le marché des bons du Trésor s'est réduit sur l'échéance 1 mois mais s'est accru entre 3 mois et 9 mois, subissant de fortes variations dans le mois. Pour les maturités au-delà d'un an, aucune évolution n'est à noter.

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

Au cours du mois de mai, le marché des titres d'État français et le notionnel se sont inscrits en forte hausse, bénéficiant principalement des bonnes performances du marché obligataire américain, le ralentissement confirmé de l'économie aux États-Unis ayant suscité des anticipations d'assouplissement de la politique monétaire du Système de réserve fédérale. L'amélioration progressive de la tenue du franc sur les marchés de change et la détente enregistrée sur les taux à court terme français ont également contribué à ce mouvement.

### ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 30 avril 1995 au 31 mai 1995



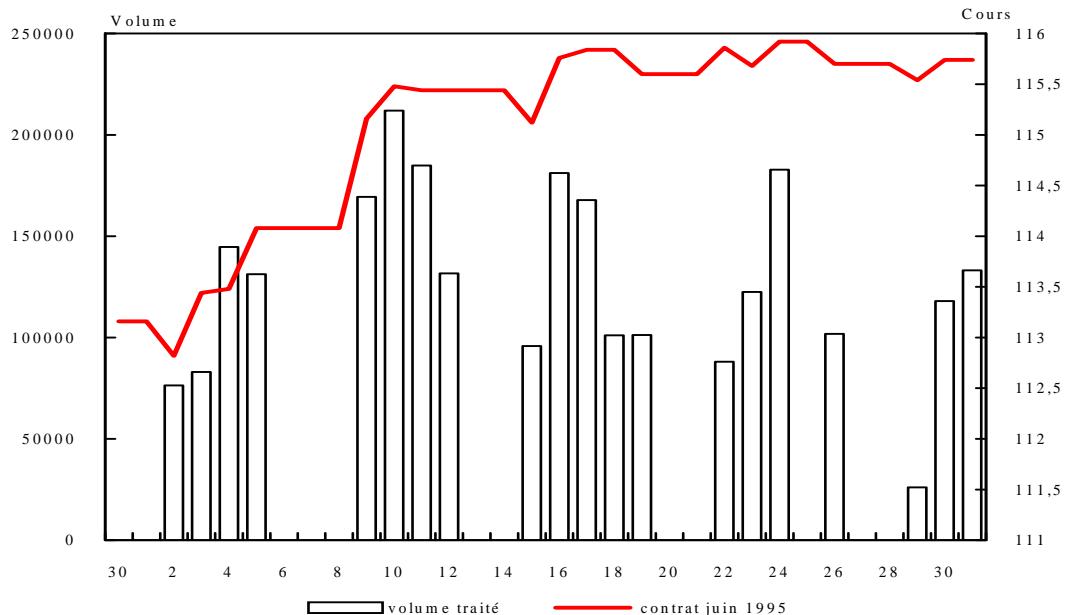
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

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

Mise à jour le 6 juin 1995

Les principales échéances du contrat notionnel ont progressé de 258 points de base et de 260 points de base dans un volume de transaction en hausse sensible (23,4 % par rapport au mois précédent) mais qui demeure néanmoins très en deçà des précédents records (environ 130 000 contrats par jour ont été traités). La position ouverte s'est également légèrement accrue : proche de 120 000 contrats en début de mois, elle clôturait autour de 150 000 contrats. Sur le comptant, le rendement de l'emprunt phare s'est détendu de 40 points de base pour s'établir à 7,44 % en fin de mois. La pente de la courbe des rendements des titres d'État est par ailleurs restée stable, les échéances intermédiaires ayant progressé dans les mêmes proportions.

### ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 30 avril 1995 au 31 mai 1995



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

Mise à jour le 6 juin 1995

En tout début de période, le marché des titres français s'est légèrement détérioré en raison des incertitudes politiques liées au second tour de l'élection présidentielle et des tensions enregistrées sur la partie courte de la courbe des taux. Cette tendance s'est rapidement inversée, le marché français bénéficiant à partir du 3 mai, et jusqu'à la fin du mois, des performances exceptionnelles du marché obligataire américain et, dans une moindre mesure, du marché allemand. La progression du marché français a, en outre, été accentuée jusqu'au 15 mai par les effets positifs des résultats de l'élection présidentielle sur la partie courte de la courbe des taux et sur la tenue du franc sur les marchés de change.

Par la suite, le marché français s'est stabilisé dans un contexte plus attentiste à l'égard des orientations de la politique économique et budgétaire.

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

(arrêtée au 9 juin)

Les rendements interbancaires à court terme se sont détendus assez rapidement au début du mois. Cette évolution favorable a été particulièrement nette sur les échéances courtes. Un mouvement de correction est cependant apparu durant les derniers jours.

Les taux longs ont été d'abord orientés à la baisse dans le sillage des marchés américain et allemand. Tout comme sur le court terme, le marché obligataire a enregistré une dégradation de la tendance la semaine dernière. L'indice des emprunts du gisement est passé de 7,36 % le 31 mai à 7,41 % le 9 juin.

## 5.2. Les émissions

Au cours du mois de mai, l'encours global des titres de créances négociables a gagné près de 31 milliards de francs. Cette progression est essentiellement à mettre à l'actif des certificats de dépôt, avec une hausse de plus de 24 milliards de francs. L'encours des bons des institutions et des sociétés financières a repris 4,5 milliards de francs, alors que ceux des billets de trésorerie et des bons à moyen terme négociables sont restés assez stables.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité a enregistré une reprise certaine, notamment au cours de la seconde quinzaine du mois, en dépit de la rareté des investisseurs non résidents.

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

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

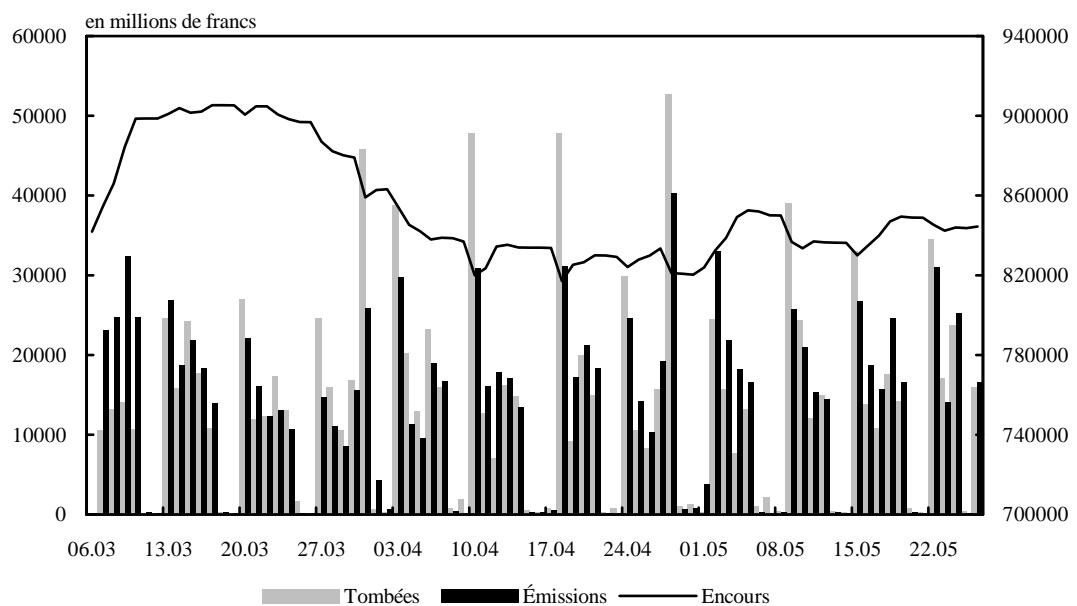
L'encours des certificats de dépôt s'élevait, en données provisoires, à 844,8 milliards de francs le 26 mai, contre 820,4 milliards le 30 avril et 859,1 milliards le 31 mars.

Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 26 mai ont atteint 362,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 387,3 milliards en avril et 452,3 milliards en mars. Les taux de rendement à l'émission se sont détendus pour toutes les durées.

Les encours de douze émetteurs ont progressé de plus de 1 milliard de francs entre le 30 avril et le 26 mai. Les hausses les plus conséquentes ont été celles de la Caisse des dépôts et consignations (+ 8,8 milliards de francs), la Banque française du commerce extérieur (+ 4 milliards), la Société générale (+ 3,9 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 3,5 milliards) et la Caisse centrale des banques populaires (+ 3 milliards).

Pour la même période, seuls quatre émetteurs ont enregistré une diminution de leur encours supérieure à 1 milliard de francs. Il s'agit de The Industrial Bank of Japan (- 2,2 milliards de francs), la Deutsche Bank (- 1 milliard), la Caisse régionale de crédit agricole de Paris et d'Île de France (- 1 milliard) et la Caisse nationale de crédit agricole (- 1 milliard).

## CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES



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

Mise à jour le 6 juin 1995

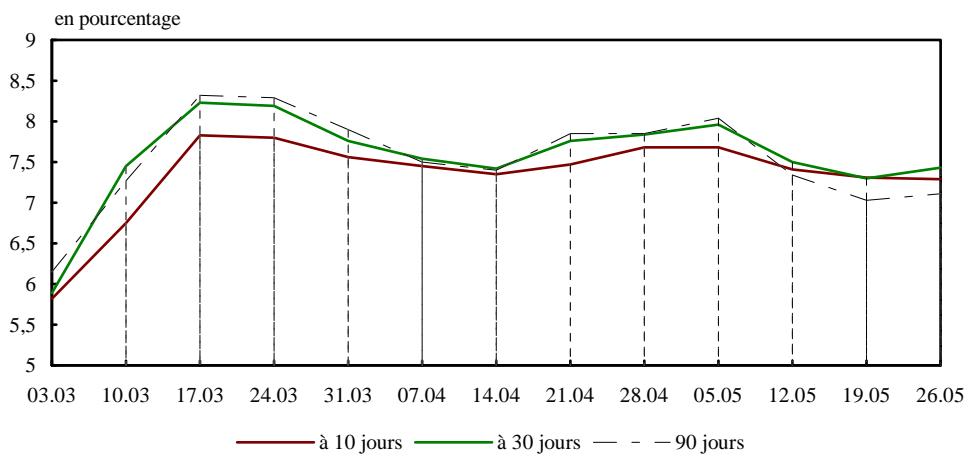
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 397, le 27 mai 1995.

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	1 <sup>er</sup> au 5 mai	8 au 12 mai	15 au 19 mai	22 au 26 mai
Certificats à 10 jours (moyenne).....	7,68	7,41	7,31	7,29
Certificats à 30 jours (moyenne).....	7,96	7,50	7,30	7,43
Certificats à 90 jours (moyenne).....	8,04	7,34	7,03	7,11
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	6,70	7,00	6,50	6,50
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	8,20	7,95	7,65	7,69

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



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

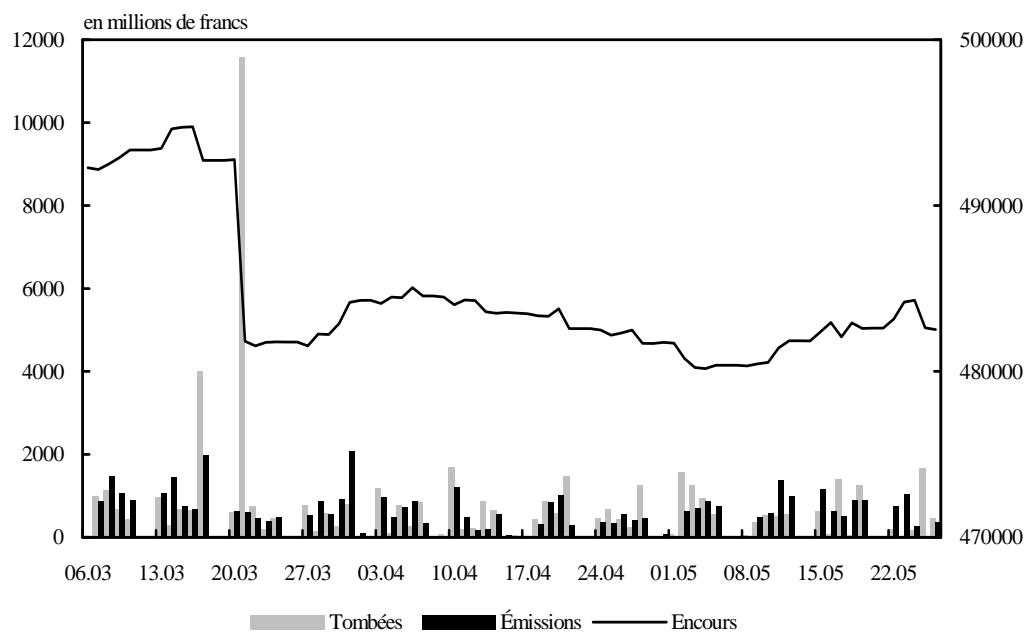
Mise à jour le 6 juin 1995

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

Les BMTN ont atteint un encours de 482,5 milliards de francs le 26 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 481,8 milliards le 30 avril et 484,2 milliards le 31 mars.

Les émissions se sont élevées à 13,1 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 26 mai, contre 10,8 milliards en avril et 22,7 milliards en mars.

Enfin, 231 émetteurs avaient un encours en gestion au 26 mai, de même qu'à fin avril, contre 228 fin mars.

**BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES**

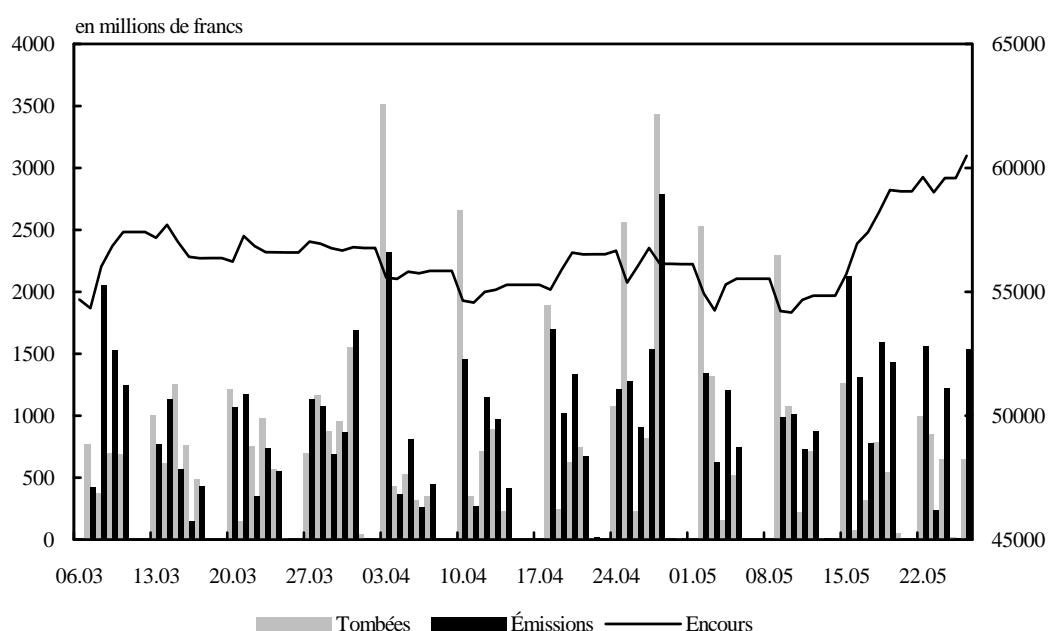
Source et réalisation : Banque de France

DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 6 juin 1995

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

L'encours de ces bons se montait à 60,6 milliards de francs le 26 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 56,1 milliards le 30 avril et 56,8 milliards le 31 mars.

**BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES**

Source et réalisation : Banque de France

DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 6 juin 1995

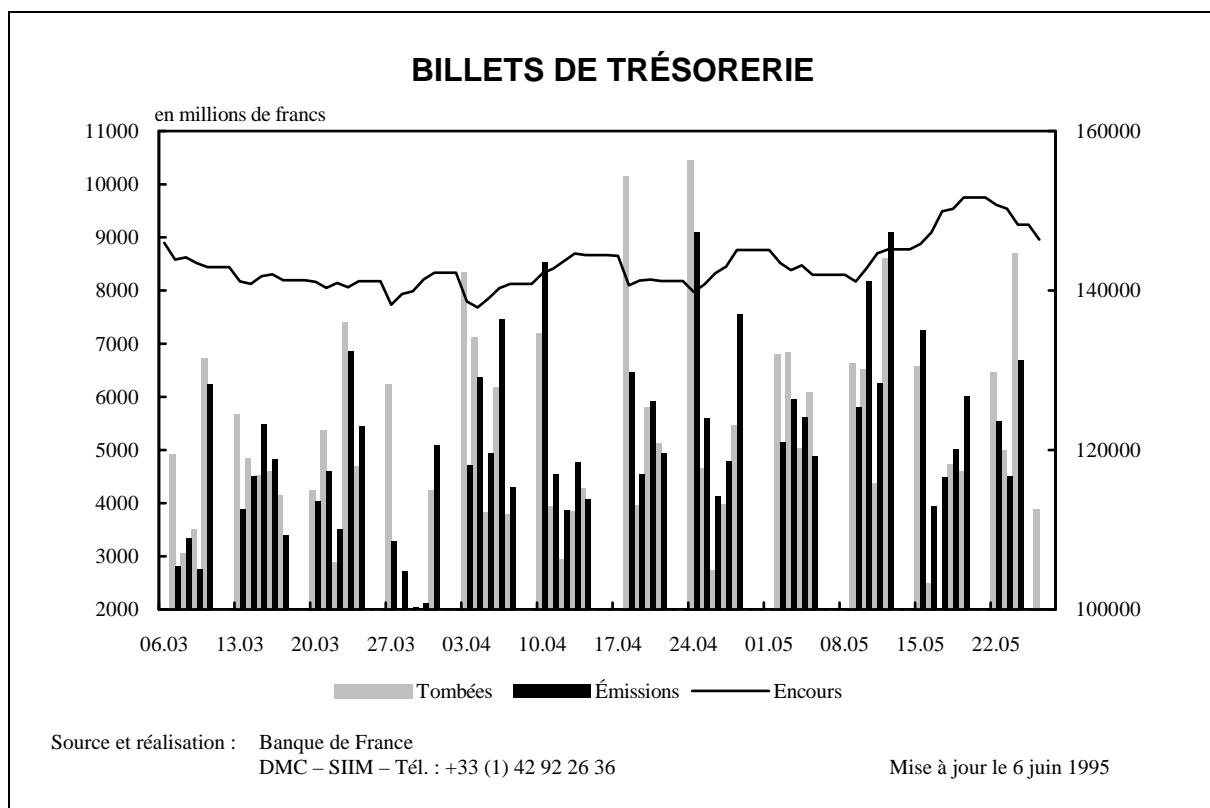
**Billets de trésorerie (BT)**

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 146,4 milliards de francs le 26 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 145,2 milliards le 30 avril et 142,4 milliards le 31 mars.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 26 mai a atteint 96,4 milliards de francs, contre 106,7 milliards en avril et 91,8 milliards en mars (respectivement 95,1 milliards de francs, contre 103,8 milliards et 102,3 milliards pour les tombées).

Les hausses d'encours les plus élevées observées entre le 30 avril et le 26 mai ont été les suivantes : Total CFP (+ 2,6 milliards de francs), Rhône-Poulenc (+ 2,3 milliards), Pinault-Printemps (+ 1,6 milliard) et la Compagnie générale des eaux (+ 1,2 milliard).

Les réductions d'encours les plus sensibles ont concerné Elf Aquitaine Finance (- 1,8 milliard de francs), la SNCF (- 1,7 milliard) et France Télécom (- 1,4 milliard).



Le 26 mai, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 101 ; 42 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 50,5 % de l'encours global.

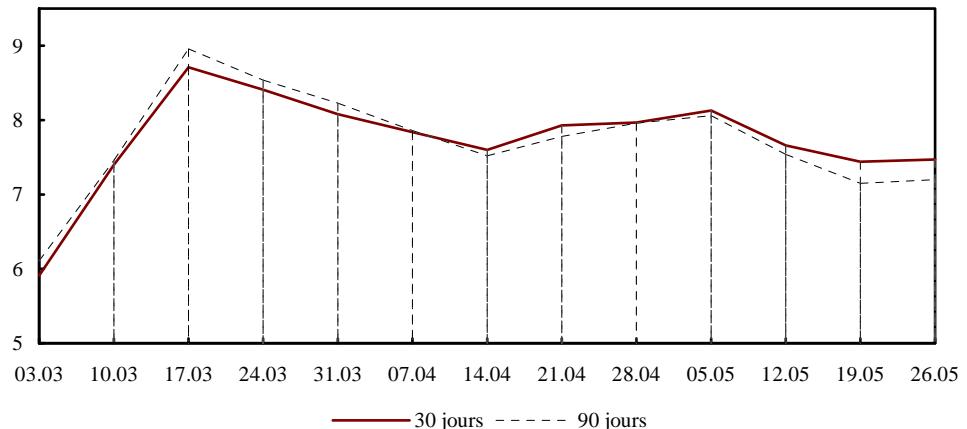
## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours		1 au 5 mai	8 au 12 mai	15 au 19 mai	22 au 26 mai
		Plus bas	7,70	7,37	7,29
TIOP à un mois	Plus haut		8,35	8,07	7,55
	Plus bas		8,04	7,56	7,44
	Plus haut		8,33	7,67	7,48
					7,78

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

en pourcentage



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

Mise à jour le 6 juin 1995

**Répartition par catégorie de détenteurs**

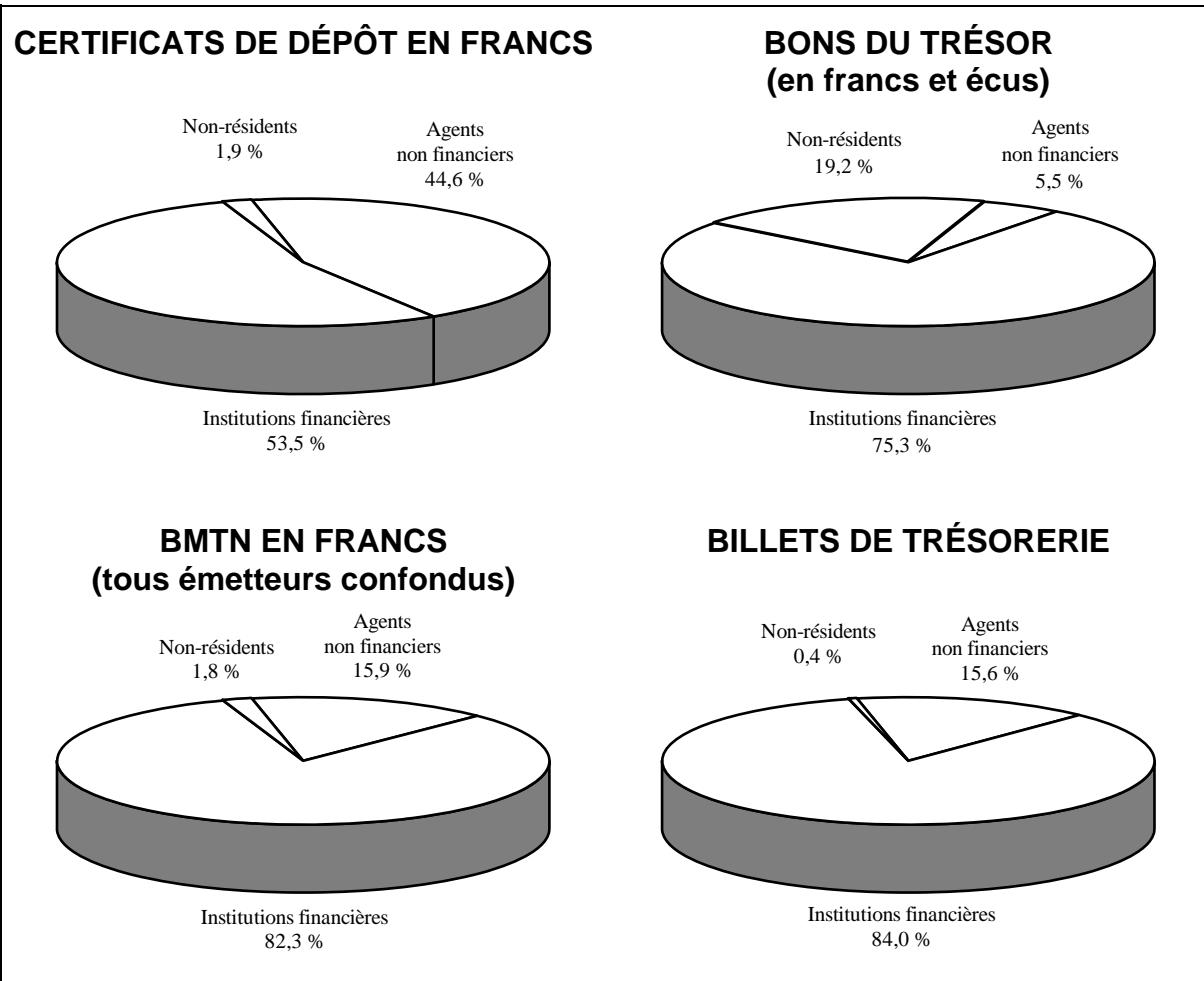
(statistiques à fin avril 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 2 604,1 milliards de francs à 2 574,7 milliards (- 29,4 milliards de francs). L'encours des certificats de dépôt s'est réduit de 39,4 milliards de francs et s'élève à 867,6 milliards en avril. En revanche, le volume émis en bons du Trésor en francs a progressé de 8,3 milliards de francs et atteint 995,2 milliards ; pour sa part, l'encours des bons du Trésor en écus s'est établi à 36,5 milliards de francs (+ 0,7 milliard).

Comme le mois précédent, la part des agents non financiers s'est sensiblement renforcée sur les certificats de dépôt (+ 1,4 point) et sur les billets de trésorerie (+ 1,6 point). Mais elle a peu varié pour les bons du Trésor (- 0,2 point) et les BMTN en francs (- 0,1 point).

La détention des non-résidents en bons du Trésor émis en francs et en écus a progressé en avril (+ 1 point).

La part des institutions financières s'est amoindrie pour les certificats de dépôt en francs (- 1,5 point), les bons du Trésor (- 0,9 point) et les billets de trésorerie (- 1,9 point). En revanche, elle s'est légèrement accrue pour les BMTN en francs (+ 0,3 point).



## 5.2.2. Les Sicav

En avril, l'actif net des Sicav a peu varié, passant, d'une fin de mois à l'autre, de 1 659,9 milliards de francs à 1 663 milliards. Cette relative stabilité résulte de la compensation par des performances positives des mouvements de rachats nets ayant affecté les différentes catégories de Sicav.

L'actif net des Sicav monétaires, qui s'était réduit de 90,8 milliards de francs le mois précédent, a très légèrement progressé en avril (+ 2,2 milliards) et atteint 898,3 milliards. Les rachats nets sont revenus à un niveau faible (5,4 milliards de francs, après 91,1 milliards en mars).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » s'établit à 473,7 milliards de francs (après 478,6 milliards de francs à fin mars). Les rachats nets ayant affecté ces organismes se sont élevés à 4,9 milliards de francs.

L'encours des Sicav « actions » s'est renforcé de 171,1 milliards de francs à 175 milliards d'une fin de mois à l'autre et celui des Sicav « diversifiées » de 112,9 milliards de francs à 114,8 milliards.

Les retraits nets relatifs à ces deux catégories ont été, respectivement, de 0,3 milliard et de 0,6 milliard de francs.

### ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)

(en milliards de francs)

		1994		1995	
		Décembre	Février	Mars	Avril
Sicav monétaires	Actif net	976,0	986,9	896,1	898,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	-2,3	-91,1	-5,4
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-153,7	12,7	-78,4	-83,8
Sicav obligations	Actif net	501,2	488,7	478,6	473,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-7,5	-10,8	-4,9
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-107,1	-14,0	-24,8	-29,7
Sicav actions	Actif net	182,5	170,1	171,1	175,0
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-1,2	-0,6	-0,3
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	12,7	-2,0	-2,6	-2,9
Sicav diversifiées	Actif net	124,4	113,8	112,9	114,8
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-0,6	-1,5	-0,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-6,5	-2,8	-4,4	-5,0
Sicav garanties	Actif net	1,4	1,4	1,2	1,2
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	-0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	0,1	0,0	0,0	-0,0
Total Sicav	Actif net	1785,5	1760,9	1659,9	1 663,0
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	-11,6	-104,1	-11,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-254,5	-6,2	-110,3	-121,5

(a) Données brutes

Source : Commission des opérations de bourse – Fininfo

Réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 10 mai 1995

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en mai

#### Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte dominé, en début de période, par les élections présidentielles et par la bonne tenue des marchés financiers aux États-Unis, l'activité a connu une reprise certaine sur le marché primaire obligataire en franc, sous l'effet notamment du lancement, le 17 mai, d'un emprunt « global <sup>1</sup> » de 6 milliards de francs émis par la République du Portugal, suivi, le 30 mai, d'une émission de la SNCF de 4 milliards de francs sur le marché intérieur.

Toutefois, la collecte ne reflète pas 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 n'ont en effet atteint que 25 milliards de francs, contre 31 milliards en avril. Plus de 93 % des titres réglés en mai ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué, pour l'essentiel, d'émissions en écus.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) ventilation par marché							
(en milliards de francs)							
Brutes				En date de règlement	Nettes		
Mai 1995	5 mois 1995	5 mois 1994	Année 1994		Mai 1995	5 mois 1995	5 mois 1994
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>							
22,0	109,2	107,6	261,5	État	- 3,7	80,9	82,6
2,0	24,2	30,1	67,9	Établissements de crédit et assimilés	0,1	- 0,5	-13,5
0,4	13,0	28,4	44,4	Sociétés non financières	- 0,7	3,8	13,8
-	-	23,6	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,1	- 1,1	22,1
<b>24,4</b>	<b>146,4</b>	<b>189,7</b>	<b>398,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 4,4</b>	<b>83,2</b>	<b>105,0</b>
-	-	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 1,3</b>	<b>2,0</b>
<b>24,4</b>	<b>146,4</b>	<b>191,7</b>	<b>403,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 4,4</b>	<b>81,9</b>	<b>107,0</b>
1,6	4,5	4,0	8,7	dont émissions en écus (b)	1,6	4,5	4,0
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>							
-	-	-	-	État	-	-	-
0,1	0,3	35,1	46,3	Établissements de crédit et assimilés	0,1	- 3,4	23,0
-	-	12,0	14,4	Sociétés non financières	- 0,5	- 0,5	10,0
-	3	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,8
<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>47,9</b>	<b>61,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 3,9</b>	<b>33,8</b>
-	26,3	36,5	78,7	<b>Non-résidents</b>	<b>- 1,5</b>	<b>12,0</b>	<b>33,6</b>
<b>0,1</b>	<b>26,5</b>	<b>84,4</b>	<b>140,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 1,9</b>	<b>8,1</b>	<b>67,4</b>
-	-	5,0	5,0	dont émissions en écus	- 0,5	- 6,8	1,9
-	-	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	-	- 2,7	1,7

(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 8 juin 1995

<sup>1</sup> Placés indifféremment en France et sur les marchés internationaux, les titres de ce premier emprunt global en francs seront cotés sur les principales places financières internationales.

La **collecte des résidents** est ressortie à 25 milliards de francs (29 milliards en avril), soit la totalité des émissions réglées en mai.

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>							
<b>ventilation par devise</b>							
(en milliards de francs)							
Brutes				En date de règlement	Nettes		
Mai 1995	5 mois 1995	5 mois 1994	Année 1994		Mai 1995	5 mois 1995	5 mois 1994
				<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>			
20,4	104,7	103,6	252,8	État	- 5,2	76,4	78,6
2,2	24,5	60,8	109,9	Établissements de crédit et assimilés	0,2	- 1,2	7,7
0,4	13,0	40,4	58,9	Sociétés non financières	- 1,2	3,3	23,8
-	-	24,4	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,1	- 1,1	22,9
<b>22,9</b>	<b>142,2</b>	<b>229,3</b>	<b>447,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 6,3</b>	<b>77,5</b>	<b>133,1</b>
-	26,3	37,8	83,1	<b>Non-résidents</b>	<b>- 1,0</b>	<b>14,8</b>	<b>35,5</b>
<b>22,9</b>	<b>168,4</b>	<b>267,1</b>	<b>530,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 7,3</b>	<b>92,3</b>	<b>168,6</b>
22,8	141,9	187,7	394,8	dont émissions intérieures	- 6,0	77,4	103,0
22,8	141,9	185,7	389,8	dont émissions intérieures des résidents	- 6,0	78,7	101,0
				<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>			
1,6	4,5	4,0	8,7	État	1,6	4,5	4,0
-	-	4,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	-	- 2,7	1,7
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	- 0,3
<b>1,6</b>	<b>4,5</b>	<b>8,3</b>	<b>13,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>5,7</b>
-	-	0,7	0,7	<b>Non-résidents</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 4,2</b>	<b>0,2</b>
<b>1,6</b>	<b>4,5</b>	<b>9,0</b>	<b>13,7</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1,1</b>	<b>- 2,3</b>	<b>5,8</b>
1,6	4,5	4,0	8,7	dont émissions intérieures	1,6	4,5	4,0
1,6	4,5	4,0	8,7	dont émissions intérieures des résidents	1,6	4,5	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 8 juin 1995

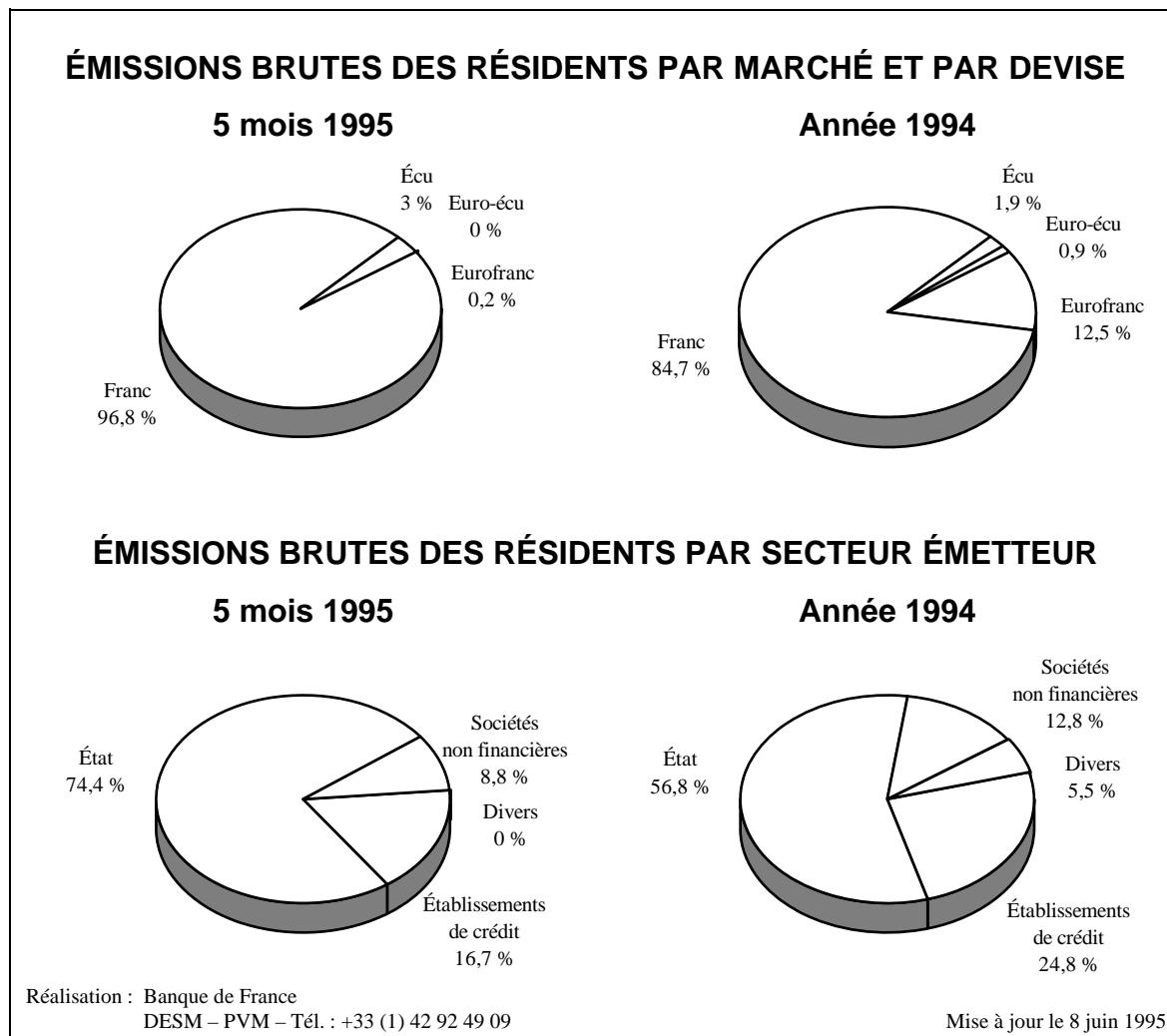
Les émissions de l'**État** se sont élevées à 22 milliards de francs, comme en avril. L'essentiel des fonds (20,4 milliards de francs) a été levé en francs sur deux lignes, l' OAT 7,75 % octobre 2005 créée en avril dernier<sup>1</sup> et l'OAT 8,50 % octobre 2008. Lors de l'adjudication du 4 mai, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 16,7 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (16 milliards à 18 milliards de francs), auquel il faut ajouter 2,3 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est de nouveau établi à 7,77 %.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 10 mai et qui portait sur la ligne 6,75 % avril 2002 créée en mai 1994. Le montant nominal émis s'est élevé à 253 millions d'écus, soit 1,6 milliard de francs. Le taux de rendement est ressorti à 7,71 %, en baisse de 100 points de base par rapport à l'adjudication de mars dernier.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 3 au 24 mai) ont atteint 1,3 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,49 %.

**Hors État**, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur<sup>1</sup>, n'a atteint que 3 milliards de francs (7 milliards en avril). Les **établissements de crédit** ont levé un peu plus de 2 milliards de francs et les **sociétés non financières** 0,5 milliard de francs.

Les **non-résidents** n'ont enregistré aucun règlement au cours du mois de mai.



Au terme des cinq premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 147 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (238 milliards de francs) qui recensait l'emprunt de l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) réglé en février (22 milliards de francs) et d'importantes émissions des établissements de crédit.

<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 et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire 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). La proportion des émissions libellées en écus est restée stable (environ 3 %) d'une période à l'autre. La part de l'État a représenté près des trois quarts de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 99,9 % sur le marché intérieur), contre 57,0 % en 1994.

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

L'harmonisation du marché obligataire français avec les normes internationales s'est poursuivie. À compter du 1<sup>er</sup> juin, les marchés euro-obligataires, dont les règles sont édictées par l'International Securities Market Association (ISMA), ont adopté la norme de J + 3 pour la date de règlement, soit trois jours ouvrés après la date de négociation, contre sept jours auparavant. À cette occasion, le Comité de normalisation obligataire a publié un nouveau document relatif aux méthodes de calcul des coupons courus en date future applicables aux obligations.

#### **5.2.4. Le marché primaire des actions en février<sup>1</sup>**

	<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>				
	Janvier 1995	Février 1995	2 mois 1995	2 mois 1994	Année 1994
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>35,99</b>	<b>25,86</b>	<b>61,85</b>	<b>51,21</b>	<b>267,55</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	4,02	10,10	14,12	6,20	74,66
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0,39	9,05	9,44	6,16	77,25
(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 9 mai 1995

À fin février 1995, les émissions d'actions réglées en numéraire ont atteint 62 milliards de francs, contre 60 milliards seulement au quatrième trimestre 1994. Le quart environ de ce montant a concerné des titres admis à la cote officielle ou au second marché de la Bourse de Paris et 15 % des émissions réalisées par appel public à l'épargne.

<sup>1</sup> Les données élaborées par le Crédit lyonnais au titre du mois de mars 1995 ne sont pas disponibles.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Bien orientée durant la première quinzaine de mai, la Bourse de Paris a ensuite enregistré un repli sensible. Elle s'inscrit cependant en progression sur l'ensemble du mois.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

Jusqu'à la mi-avril, l'indice CAC 40 a évolué à la hausse en raison de la tendance favorable observée sur le marché américain. Celui-ci a en effet positivement réagi à l'annonce de chiffres confirmant le tassement de la croissance outre-Atlantique (baisse des commandes à l'industrie en mars de 0,1 %, contre 0,4 % attendu ; taux de chômage en avril de 5,8 %, les attentes étant 5,5 % ; baisse de 0,4 % de la production industrielle). Le CAC 40 atteignait à la mi-mai ses plus hauts niveaux depuis septembre 1994, au-dessus de la barre des 2 000.

À partir du 17 mai, la tendance s'est nettement retournée. Le repli de Wall Street sous l'effet de prises de bénéfices, les incertitudes entourant les orientations budgétaires du gouvernement ainsi que la baisse des valeurs financières et de certaines valeurs phares de la cote ont influencé cette évolution. Durant les derniers jours du mois, l'indice CAC 40 s'est redressé dans le sillage des Bourses américaine et allemande et sous l'effet de la détente des taux longs.

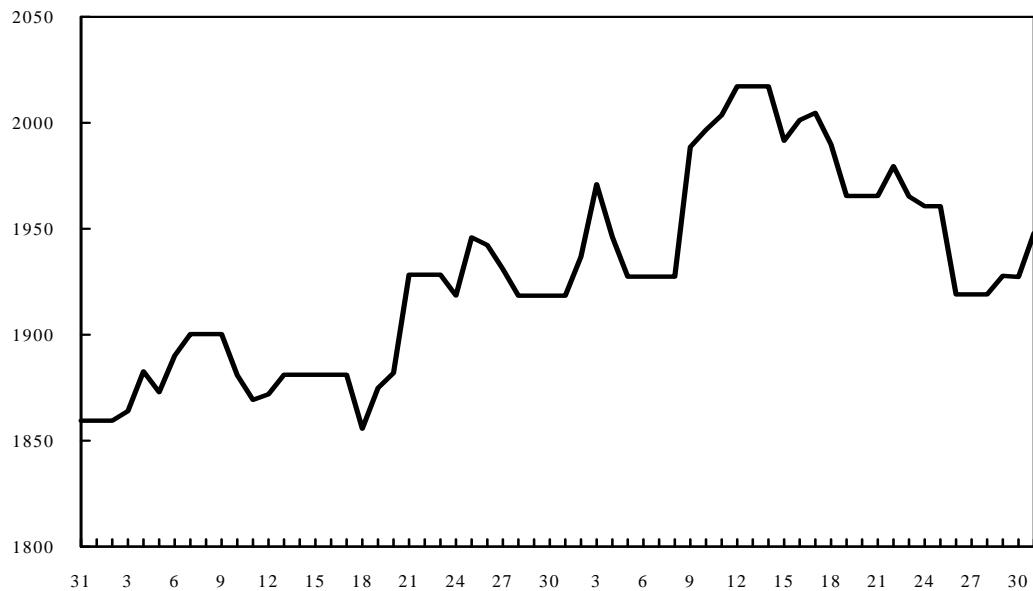
INDICES BOURSIERS				
	30 avril 1995	31 mai 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones).....	4 314,70	4 465,14	3,40	16,45
Londres (FT 100).....	3 217,60	3 319,70	3,10	8,29
Tokyo (Nikkei) .....	16 883,99	15 436,79	- 8,50	- 21,73
Paris (CAC 40) .....	1 918,46	1 947,95	1,50	3,55
Francfort (Dax) .....	2 015,94	2 092,17	3,70	- 0,68

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

Mise à jour le 6 juin 1995

Au cours du mois, les principales bourses étrangères ont été globalement orientées à la hausse à la notable exception de Tokyo où les inquiétudes croissantes devant des signes de dégradation de la conjoncture ont induit une tendance nettement baissière.

**ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40  
du 31 mars 1995 au 31 mai 1995**



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

Mise à jour le 6 juin 1995

### 5.3.2. La tendance au début du mois de juin (arrêtée au 9)

La Bourse de Paris a été orientée à la baisse en raison de la dégradation observée sur le marché obligataire.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

En avril, l'*agrégat de monnaie M3* a progressé de 0,8 %, après avoir diminué de 0,4 % le mois précédent (chiffre rectifié). Les principales composantes de M3 ont toutes présenté une évolution positive. Les moyens de paiement (M1) ont augmenté de 0,6 % et les avoirs sur livrets à taux réglementés, dont le développement est ininterrompu depuis le milieu de 1993, se sont accrus de 0,5 %. Les placements rémunérés à des taux de marché ont, pour leur part, progressé de 1,2 %, sous l'effet d'un accroissement de nouveau très vif des comptes à terme (+ 5,1 %), alors que les avoirs en titres d'OPCVM se sont presque stabilisés (- 0,4 %), après la forte contraction du mois précédent (- 9,7 %).

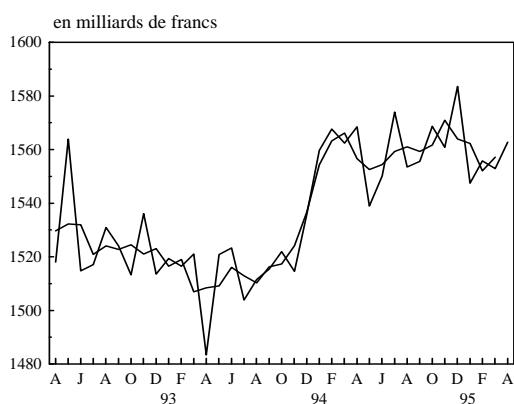
Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la variation de M1 s'est inscrite en léger repli (- 0,5 %), tandis que celles de M2 et M3 se sont respectivement établies à + 4,0 % et + 3,2 %. Sur les six derniers mois, en taux annualisé, la croissance de M3 se situe sur une pente de 3,8 %.

Bien qu'en ralentissement régulier, la progression de l'*épargne contractuelle (P1)* est demeurée soutenue (+ 10,9 %). Ses principales composantes, les plans d'épargne-logement ainsi que les plans d'épargne populaire, se sont respectivement développées au rythme de 13,7 % et 15,1 % sur un an.

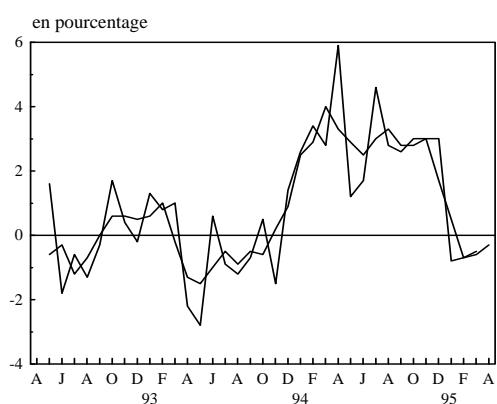
À fin mars, la croissance de l'*endettement intérieur total* s'est légèrement renforcée, s'élevant à 4,2 % en glissement sur douze mois. La progression des financements de marché est restée soutenue (+ 12,5 %), tandis que les crédits ont recommencé à s'accroître (+ 0,2 % sur les douze derniers mois, après + 0,1 % à fin février).

<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin avril 1995	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Février 1995 (a) en pourcentage	Mars 1995 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
– M1 .....	1 569,3	0,6	-0,7	-0,5
– M2 .....	2 914,8	0,6	4,0	4,0
– M3 .....	5 244,1	0,8	2,7	3,2
– M4 .....	5 324,0	0,8	3,3	3,7
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
– P1 .....	1 503,1		10,8	10,9
<b>Statistiques à fin mars 1995</b>				
Variations sur 12 mois en glissement				
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>				
– Endettement intérieur total .....	10 237,7	3,8	3,9	4,2
– Ensemble des crédits à l'économie ..	6 328,1	-1,4	0,1 (b)	0,2 (b)
– Crédits des banques à l'économie ....	3 548,1	-1,1	-0,9	-1,0
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : -0,5 % ; M2 : 4,2 % ; M3 : 3,1 % ; M4 : 3,6 % ; P1 : 11,1 %				
(b) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29			Mise à jour le 2 juin 1995	

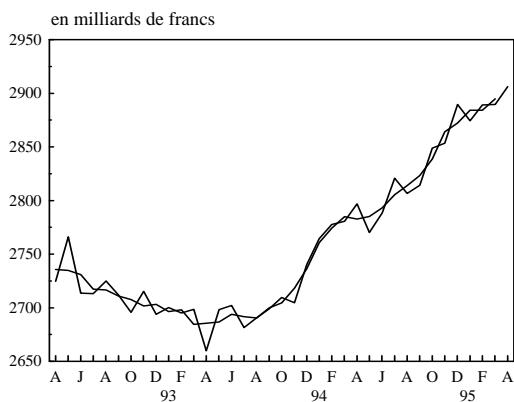
**M1**  
**Encours cvs**



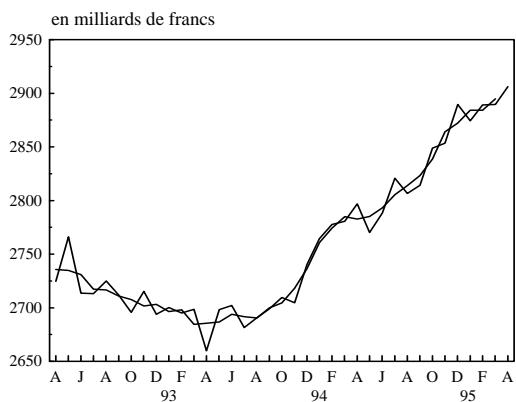
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



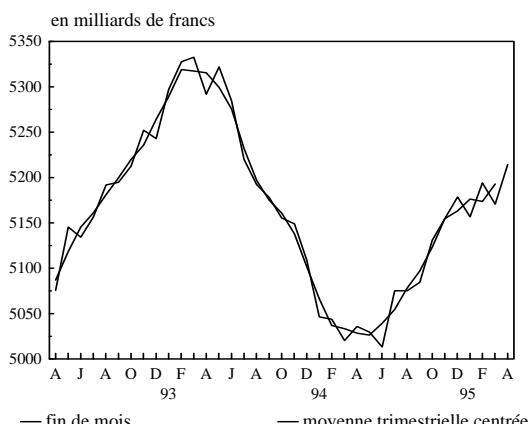
**M2**  
**Encours cvs**



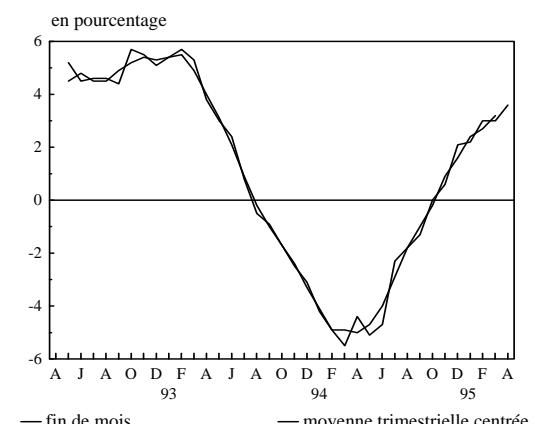
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



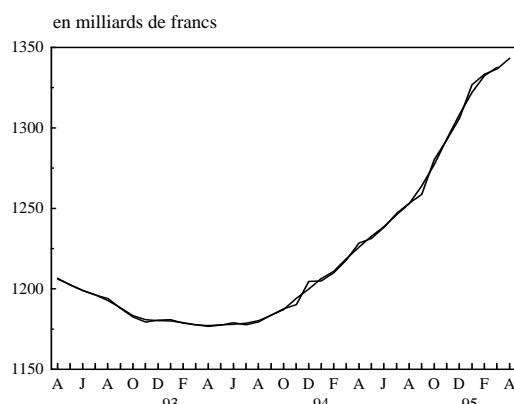
**M3**  
**Encours cvs**



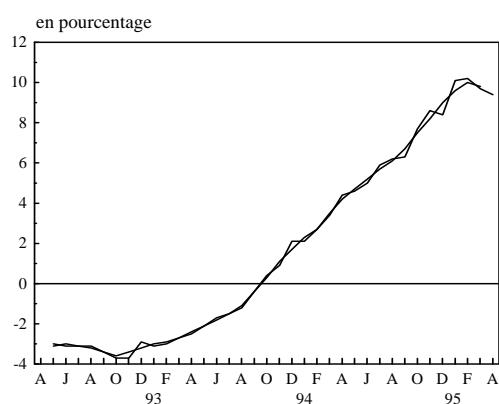
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



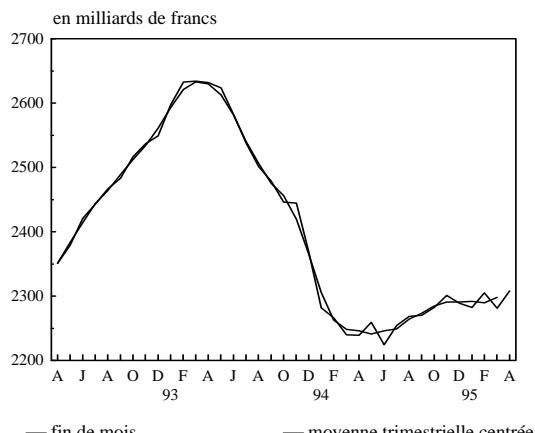
**M2 – M1**  
**Encours cvs**



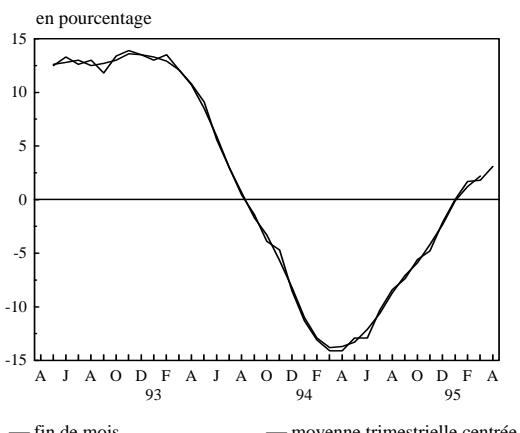
**M2 – M1**  
**Glissements sur 12 mois**



**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

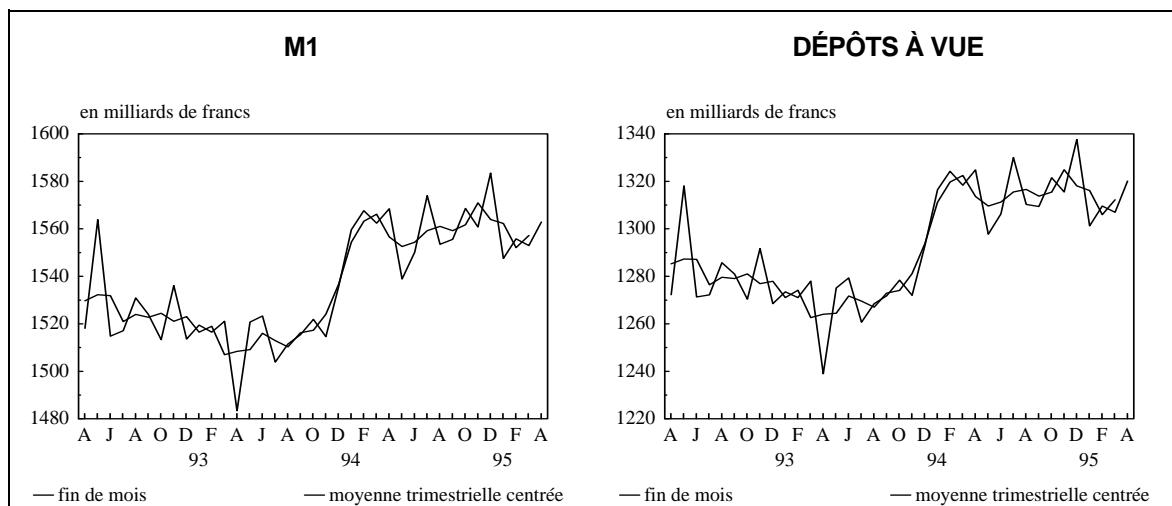
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle<sup>1</sup>

(statistiques à fin avril 1995)

#### M1

En avril, l'agrégat M1, qui regroupe les moyens de paiement, a progressé de 0,6 %, après s'être légèrement replié en mars (-0,2 %). Sur douze mois, son évolution correspond toujours à une relative stagnation (-0,5 % à fin avril, après -0,7 % à fin mars et +0,5 % à fin février).

Les dépôts à vue ont progressé de 1,0 % en avril (-0,2 % le mois précédent). Sur un an, ils ont toutefois légèrement diminué (-0,7 % à fin avril, après -1,0 % à fin mars et +0,4 % à fin février).



Le montant des billets et monnaies en circulation a diminué de 1,3 % (-0,1 % en mars) et, sur un an, son évolution est revenue de +1,1 % à +0,5 %.

#### M2 – M1

Légèrement plus modérée depuis février, la croissance des placements à vue à taux réglementés s'est élevée à 0,5 % en avril, après +0,3 % le mois précédent. De ce fait, en rythme annuel, leur développement, tout en restant soutenu (+9,8 %), marque un léger tassement par rapport au mois précédent (+10,0 %).

Les livrets A et bleus ont progressé de 0,4 % en avril (+0,2 % en mars) et de +6,9 % sur douze mois (contre +7,2 %).

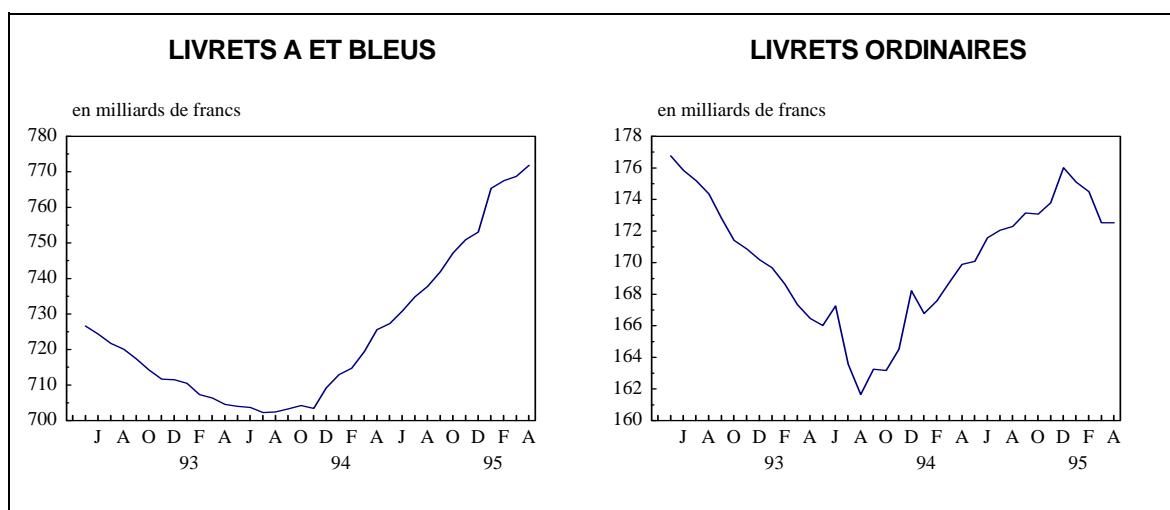
<sup>1</sup> Tous les graphiques sont en encours corrigés des variations saisonnières (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables et de P1. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre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

Les comptes d'épargne-logement se sont effrités (– 0,2 %), après être restés stables en mars. En glissement annuel, leur croissance s'est de nouveau ralentie (+ 1,7 % à fin avril, après + 2,1 % à fin mars).

Les comptes pour le développement industriel (Codevi) se sont accrus de 2,1 % en avril, comme en mars. Leur rythme de croissance annuel demeure très fort (+ 46,5 % à fin avril, après + 45,8 %).

Les livrets d'épargne populaire se sont renforcés de 0,6 % (+ 1,0 % en mars) et leur variation sur douze mois s'est établie à 13,1 %.

Après trois mois de repli, les livrets ordinaires se sont stabilisés en avril. Leur progression annuelle a cependant continué de ralentir (+ 2,7 % à fin avril, après + 3,8 % à fin mars).



### **M3 – M2**

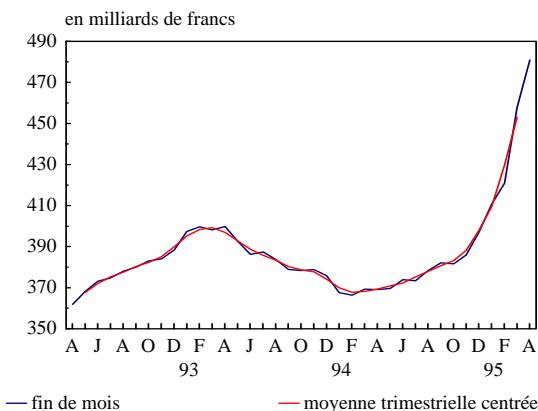
L'encours des placements rémunérés à des taux de marché qui composent M3 – M2 a augmenté de 1,2 % en avril, alors qu'il s'était contracté de 1,0 % en mars. En glissement annuel, sa reprise se confirme et atteint + 2,2 % à fin avril, après + 1,2 % à fin mars.

Les placements à terme non négociables se sont fortement accrus pour le deuxième mois consécutif (+ 3,2 % en avril, après + 5,6 % en mars). Sur douze mois, leur croissance s'est établie à 12,1 %, au lieu de + 8,0 % à la fin du mois précédent.

Cette reprise provient exclusivement des dépôts à terme, qui ont augmenté de 5,1 % en avril, après 8,8 % en mars. Au total, ils se sont accrus de plus de 100 milliards de francs depuis novembre 1994, ce qui correspond à une progression sur douze mois de 23,1 % à fin avril, après + 16,9 % à fin mars.

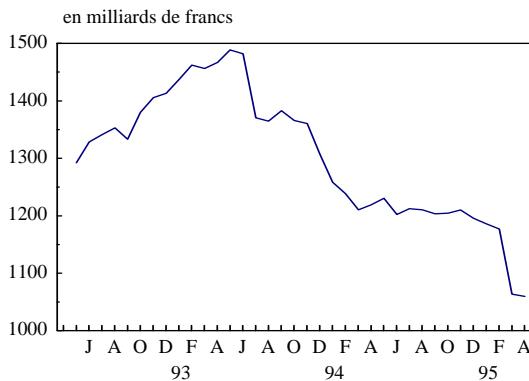
En revanche, les bons de caisse et d'épargne ont continué de diminuer dans des proportions voisines de celles des mois précédents (– 0,9 % en avril, après – 0,7 % en mars et – 0,9 % en février). De ce fait, leur recul en un an (– 6,4 %, après – 6,8 %) s'est peu modifié.

## DÉPÔTS À TERME



L'effritement des avoirs détenus sous la forme de titres d'OPCVM monétaires s'est sensiblement atténué en avril (− 0,4 %), après une baisse très accentuée en mars (− 9,7 %). En glissement sur douze mois, leur recul atteint − 10,1 %, après − 7,7 % le mois précédent.

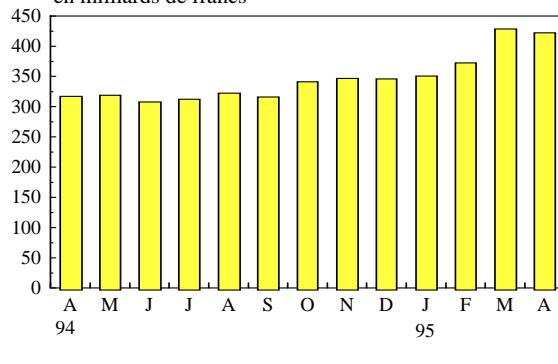
## TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



L'encours des certificats de dépôt et des bons à moyen terme négociables en francs émis par les banques et acquis par les agents non financiers résidents s'est légèrement réduit en avril (− 6,2 milliards de francs), alors qu'il avait fortement augmenté le mois précédent (+ 56,3 milliards de francs). L'encours détenu par le public s'est ainsi élevé à 422,2 milliards de francs à fin avril sur un total émis de 1 183 milliards.

**CERTIFICATS DE DÉPÔT ET BMTN (a)**

en milliards de francs



■ Encours en francs inclus dans M3-M2

(a) BMTN émis par les banques

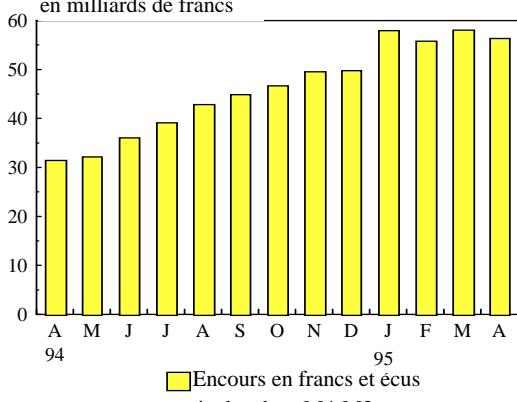
**M4 – M3**

Le montant des bons du Trésor en francs émis s'est accru de 8,3 milliards de francs et atteint 995,2 milliards, tandis que l'encours des bons du Trésor en écus a progressé de 0,7 milliard de francs, s'élevant ainsi à 36,5 milliards. La part détenue par les agents non financiers s'est réduite en avril, revenant à 56,4 milliards de francs, après 58 milliards le mois précédent.

L'encours des titres de créances négociables émis par les entreprises s'est établi à 150,2 milliards de francs (+ 4,7 milliards). Le portefeuille du public est passé de 20,5 milliards de francs à 23,5 milliards d'une fin de mois à l'autre.

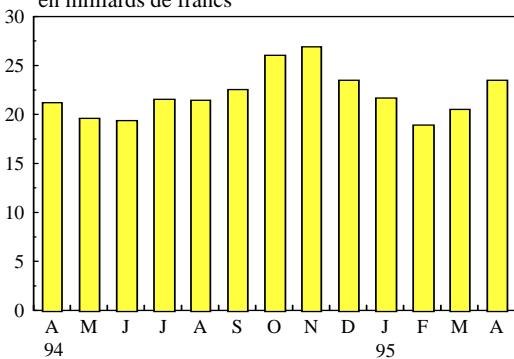
**BONS DU TRÉSOR**

en milliards de francs



**BILLETS DE TRÉSORERIE  
ET BMTN (a)**

en milliards de francs



■ Encours en francs inclus dans M4 - M3

(a) BMTN émis par les sociétés non financières

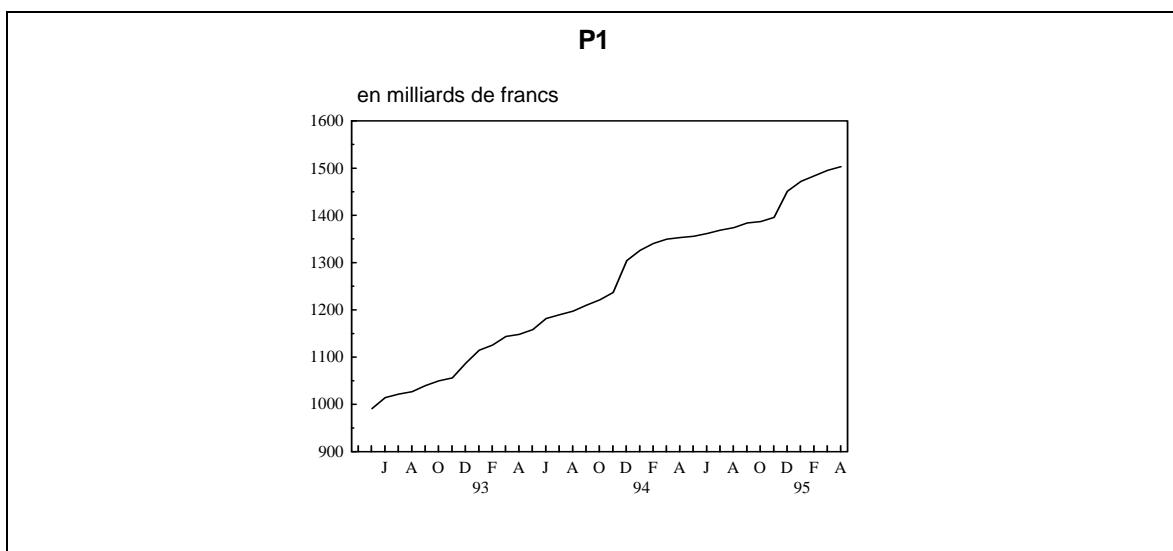
**P1**

La croissance annuelle de l'agrégat de placement P1 s'est maintenue en avril à un niveau peu différent de ceux des mois précédents (+ 10,9 %, après + 10,8 % à fin mars et + 11,0 % à fin février).

La collecte sur les plans d'épargne-logement est restée vive en avril (+ 1,2 %, après + 0,9 % le mois précédent). Sur douze mois, la progression de leur encours a tendance à décélérer (+ 13,7 %, après + 14,5 % le mois précédent).

La croissance des plans d'épargne populaire a continué de s'inscrire sur une pente voisine de celle des mois précédents (+ 15,1 %, contre + 15,0 % à fin mars).

L'évolution des titres d'OPCVM « garantis » ainsi que celle des bons de capitalisation ont été peu prononcées (sur un an, leur progression atteint respectivement 2,3 % et 2,7 %).



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

### 6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin mars 1995)<sup>1</sup>

#### **Vue d'ensemble**

En mars, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont enregistré une légère hausse pour le deuxième mois consécutif (+ 0,2 %, après + 0,4 % en février)<sup>2</sup>. En glissement sur douze mois, leur variation est également redevenue positive depuis février (+ 0,2 %, après + 0,1 % à fin février).

Le recul des crédits aux sociétés est resté réduit (− 1,9 % en un an, après − 1,8 % à fin février). Pour leur part, les prêts aux ménages et aux autres agents ont poursuivi leur développement à un rythme légèrement plus soutenu que celui des mois précédents (respectivement + 0,9 % et + 6,4 % sur un an, contre + 0,6 % et + 5,5 %).

Le repli sur un an des crédits distribués par les seules banques est demeuré limité (− 1,0 %, après − 0,9 % à fin février). Cette évolution d'ensemble recouvre des tendances relativement inchangées, mais légèrement plus accentuées qu'à la fin de février : les crédits accordés aux sociétés ont reculé de 6,1 % sur les douze derniers mois (après − 5,3 %) alors que les prêts dont bénéficient les ménages ont progressé au rythme de 1,1 % sur un an (contre + 0,8 %). Pour leur part, les crédits aux autres agents ont augmenté de 6,5 % (après + 4,7 %).

<b>VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS</b>					
	(en pourcentage)				
	1993		1994		1995
	Décembre	Septembre	Décembre	Février	Mars
<b>BANQUES</b>					
– Total des crédits avant défaisance (a) .....	-2,0	-2,0	-1,1	-0,9	-1,0
– Total des crédits après défaisance .....	-3,1	-2,1	-2,2	-2,0	-2,1
– Sociétés .....	-6,5	-5,0	-5,5	-5,3	-6,1
– Ménages .....	0,1	0,6	0,9	0,8	1,1
– Autres agents .....	2,4	2,2	2,3	4,7	6,5
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
– Total des crédits avant défaisance (b) .....	-0,3	-0,5	-1,4	0,1	0,2 (c)
– Total des crédits après défaisance .....	-0,8	-0,7	-1,4	0,0	0,2 (c)
– Sociétés .....	-5,3	-3,3	-2,2	-1,8	-1,9 (c)
– Ménages .....	0,3	0,2	0,7	0,6	0,9 (c)
– Autres agents .....	14,0	6,9	-4,5	5,5	6,4 (c)
(a) Les opérations de défaisance se sont élevées à 39 milliards de francs au cours des douze derniers mois.					
(b) Les opérations de défaisance se sont élevées à 3 milliards de francs au cours des douze derniers mois.					
(c) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28	Mise à jour le 2 juin 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.

<sup>2</sup> Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit font désormais l'objet d'une analyse portant sur les variations mensuelles des données corrigées des variations saisonnières (cf. tableau 37.1 dans la partie « statistiques »).

**Les crédits des banques au cours des derniers mois**

En variation mensuelle, les crédits des banques se sont contractés de 0,2 %, après avoir progressé de 0,5 % en février. Cette baisse est imputable aux crédits aux sociétés (-0,2 %, après +0,6 % en février), ainsi qu'aux concours octroyés aux autres agents (administrations publiques hors État, principalement) qui ont diminué de 1,8 % (contre +1,2 % en février). En revanche, les crédits aux ménages se sont accrus à un rythme identique à celui observé en février (+0,2 %).

	ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE					(en pourcentage)	
	Données cvs			Données brutes			
	Variations mensuelles			Variations sur 12 mois			
	1995		1995				
	Janvier	Février	Mars	Février	Mars		
<b>TOTAL avant défaisance (a) .....</b>	-1,0	0,5	-0,2	-0,9	-1,0		
<b>TOTAL après défaisance .....</b>	-1,0	0,5	-0,2	-2,0	-2,1		
SOCIÉTÉS .....	-1,8	0,6	-0,2	-5,3	-6,1		
– Investissement des sociétés .....	0,4	0,1	0,2	-2,0	-1,1		
– Trésorerie des sociétés .....	-3,6	1,3	0,1	-4,2	-5,5		
– Autres crédits .....	-1,4	0,2	-1,3	-10,5	-12,2		
MÉNAGES .....	-0,1	0,2	0,2	0,8	1,1		
– Habitat ménages .....	0,2	-0,2	0,2	1,8	1,7		
– Trésorerie des particuliers .....	-2,8	1,1	-0,4	0,7	1,0		
– Autres crédits .....	1,0	0,5	0,5	-1,5	0,0		
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS .....</b>	-2,7	1,2	-1,8	4,7	6,5		

(a) Les opérations de défaisance se sont élevées à 39 milliards de francs au cours des douze derniers mois.

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

Mise à jour le 2 juin 1995

Pour le troisième mois consécutif, les crédits à l'investissement aux sociétés ont enregistré une hausse (+0,2 %, après +0,1 % en février). Aussi, sur un an, leur repli s'est-il de nouveau atténué (-1,1 %, après -2,0 % à fin février). Les crédits de trésorerie se sont pratiquement stabilisés, après avoir progressé de 1,3 % en février. Leur variation sur douze mois est néanmoins demeurée négative (-5,5 %, après -4,2 % à fin février).

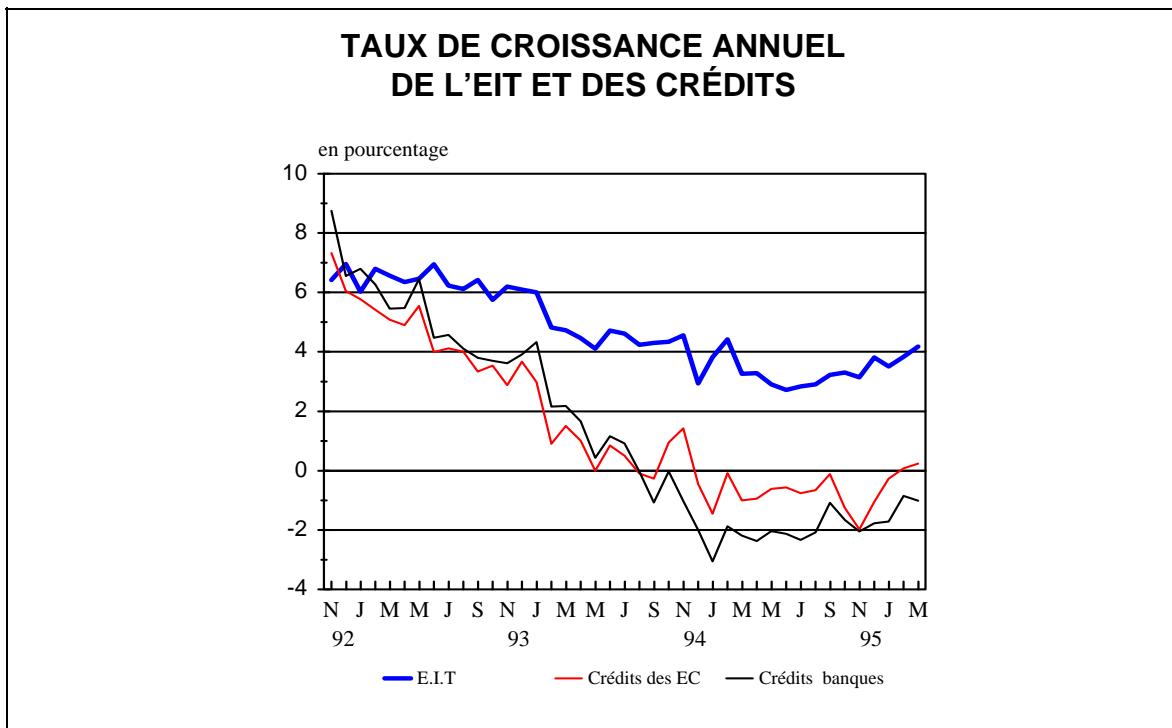
Parmi les prêts aux ménages, les crédits à l'habitat ont légèrement augmenté (+0,2 %, après -0,2 % en février), tandis que les crédits de trésorerie se sont contractés de 0,4 %, (après +1,1 % en février). Cependant, sur un an, ces deux catégories de concours ont continué de s'accroître (respectivement, +1,7 % et +1,0 %).

Les prêts aux autres agents ont diminué de -1,8 %, alors qu'ils s'étaient accrus de 1,2 % en février.

## 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin mars 1995)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total s'est de nouveau renforcée à fin mars (+ 4,2 %) par rapport à fin février (+ 3,9 %) : le rythme de croissance de l'endettement de l'État a été sensiblement plus soutenu (+ 16,2 % sur un an, après + 15,3 % à fin février). La progression de l'endettement des ménages s'est aussi légèrement accentuée (+ 0,9 % à fin mars, après + 0,6 % à fin février) comme celle des autres agents (+ 5,6 % à fin mars, après + 4,8 %). En revanche, l'endettement des sociétés a continué de se réduire (- 2,2 %, après - 2,0 %).



La variation sur un an des crédits à l'économie s'est très légèrement accrue (+ 0,2 %, après + 0,1 % à fin février)<sup>1</sup> et celle des financements collectés sur les marchés internes a connu une progression plus forte qu'à l'issue du mois précédent (+ 12,5 % à fin mars, après + 11,4 % à fin février). Cette augmentation résulte d'un accroissement marqué des financements obtenus sur le marché monétaire (+ 15,9 % à fin mars, après + 11,9 %), sous l'effet d'une forte expansion des bons du Trésor (+ 23,1 %, après + 17,2 % à fin février). En revanche, les financements levés par les sociétés ont connu un repli plus important (- 17,8 %, après - 13,3 % à fin février).

Sur le marché obligataire, la progression des financements obtenus par les agents non financiers s'est amoindrie (+ 10,7 % à fin mars, après + 11,2 % à fin février). Le développement des financements obligataires de l'État est resté vif, quoiqu'en léger repli (+ 14,5 % à fin mars, après + 14,9 % à fin février).

La dette obligataire des sociétés est demeurée stable, après une progression de 1,0 % à fin février et celle des autres agents (pour l'essentiel, les administrations publiques hors État et les entreprises d'assurance) a diminué de 6,5 % (après - 6,0 % à fin février).

La croissance annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est établie à 19,0 % (après + 16,1 % à fin février) et celle des obligations internationales émises par les sociétés a fortement progressé (+ 5,2 % à fin mars, après + 0,8 % à fin février).

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

## ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

*(en données brutes – variations sur douze mois en pourcentage)*

	1993	1994	1995	
	Décembre	Décembre	Février	Mars
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance .....</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL après défaisance .....</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>
– État .....	15,4	18,4	15,3	16,2
– Sociétés .....	-3,9	-1,5	-2,0	-2,2
– Ménages .....	0,3	0,7	0,6	0,9
– Autres .....	13,5	-2,3	4,8	5,6
CRÉDITS avant défaisance .....	-0,3	-1,4	0,1	0,2
CRÉDITS après défaisance .....	-0,8	-1,4	0,0	0,2
– Sociétés .....	-5,3	-2,2	-1,8	-1,9
– Ménages .....	0,3	0,7	0,6	0,9
– Autres .....	14,0	-4,5	5,5	6,4
FINANCEMENTS NON NÉGOCIABLES DE L'ÉTAT (a) .....	-24,6	41,9	7,0	1,7
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b) .....	15,8	13,4	11,4	12,5
Sur le marché monétaire .....	5,5	15,3	11,9	15,9
– État .....	9,4	18,5	17,2	23,1
– Sociétés .....	-11,0	-0,7	-13,3	-17,8
Sur le marché obligataire .....	21,9	12,5	11,2	10,7
– État .....	27,8	14,6	14,9	14,5
– Sociétés .....	7,7	2,0	1,0	0,0
– Autres (c) .....	-1,1	66,3	-6,0	-6,5
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS .....	8,0	13,3	16,1	19,0
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER .....	0,7	0,9	0,8	5,2
– Sociétés .....	0,7	0,9	0,8	5,2

(a) 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.

(b) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents

(c) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18

Mise à jour le 2 juin 1995

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la croissance de l'ensemble des contreparties de l'EIT s'est légèrement amenuisée, revenant de 1,6 point (sur 3,9 points) à fin février, à 1,5 point, pour une variation globale de 4,2 points, à fin mars.

L'apport relatif des éléments d'épargne contractuelle est passé de 1,2 point à fin février (sur 3,9 points) à 1,3 point à fin mars (sur 4,2 points).

La contribution des placements à caractère obligataire est demeurée négative, mais est revenue de -0,7 point sur 3,9 points à fin février, à -0,6 point sur 4,2 points à fin mars.

La part relative des concours nets des non-résidents est restée la même qu'à l'issue du mois précédent (-0,4 point sur 3,9 points à fin février et sur 4,2 points à fin mars).

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

Tableau non disponible

COMMUNICATIONS

# L'AVENIR DE L'EUROPE DU POINT DE VUE D'UN DIRIGEANT DE BANQUE CENTRALE

Conférence de Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
lors du « 1995 Natwest Lecture »  
à Londres, le 16 mai 1995

---

J'ai toujours grand plaisir à me trouver à Londres. J'aimerais tout d'abord remercier Lord Alexander de m'avoir donné l'occasion de m'exprimer devant une audience si distinguée. J'aimerais également souligner à quel point je suis heureux de me trouver ici en compagnie de mon ami et collègue, Eddie George, même si les propos qui vont suivre ne sont guère de nature à le surprendre. En effet, conformément à ce qui a été convenu avec Lord Alexander, je vais exposer mon opinion sur l'avenir de l'Europe, du point de vue d'un dirigeant de Banque centrale.

Comme vous le savez, les États membres de la Communauté sont actuellement engagés dans un processus historique d'intégration monétaire. Le Traité sur l'Union européenne a été démocratiquement ratifié par quinze pays et son objectif est clair : instaurer une union monétaire, une politique monétaire unique et une monnaie unique.

Il semble évidemment tout à fait justifié que l'on débatte sereinement d'une question aussi essentielle, comme l'a récemment suggéré Eddie George. J'aimerais vous soumettre mon opinion sur ce sujet, en me fondant sur les deux idées suivantes.

– En premier lieu, l'objectif d'union monétaire sert les intérêts et les besoins fondamentaux de l'économie européenne ; de fait, l'avenir de l'Europe dépend en partie de la réussite du marché unique et, pour plusieurs raisons que j'exposerai ultérieurement, il ne peut y avoir de véritable marché unique sans organisation monétaire appropriée et, en fin de compte, sans union monétaire.

– En second lieu, l'objectif d'union monétaire est poursuivi de manière progressive, réaliste et pragmatique, dans le cadre d'un processus qui implique la participation active des banques centrales.

L'abolition des barrières douanières et des obstacles non tarifaires aux échanges commerciaux et aux investissements est incontestablement une réussite majeure du projet de marché unique. Elle offre déjà aux économies européennes, et par conséquent aux travailleurs, investisseurs et consommateurs européens, des avantages substantiels qui devraient encore s'accroître. Je n'en soulignerai que trois.

– Tout d'abord, avec ses quinze pays, ses 370 millions d'habitants et un PIB, 6 000 milliards d'écus, l'Union européenne forme à présent un marché unifié plus vaste que les États-Unis et tout à fait comparable à l'Alena. Ce que l'on appelle l'« effet de taille » du marché unique est extrêmement bénéfique pour la compétitivité et l'activité européennes, et donc pour le potentiel de création d'emplois.

– Ensuite, la libre circulation des capitaux — qui fait partie intégrante du projet de marché unique et figure à l'article 73b du traité de Maastricht — favorise une allocation plus efficiente de l'épargne et de l'investissement. Elle permet aux entreprises, ainsi qu'à d'autres agents économiques, de se financer aux meilleures conditions possibles.

– Dernier point, et non le moindre, le marché unique est l'un des leviers dont nous disposons pour faciliter l'intégration de la partie orientale de notre continent dans l'Europe et pour promouvoir le développement de nos voisins du Sud méditerranéen. En effet, la prospérité de tous ces pays est une condition de notre propre prospérité.

Comme je viens de le dire, ces avantages sont essentiels, notamment pour assurer une réelle prise en compte des intérêts légitimes de l'Europe dans un monde de superpuissances économiques. Toutefois, il ne faut pas se figurer qu'ils se matérialiseront nécessairement, de manière complète et durable, si nous cessons d'avancer sur la voie de l'union monétaire. Deux remarques permettront d'illustrer ce point.

– Un degré satisfaisant de stabilité des taux de change a toujours été considéré comme indispensable dans le cadre des tentatives européennes de créer un espace économique plus unifié.

Lors de la signature du traité de Rome en 1957, la discipline instaurée par le système monétaire international de Bretton Woods régnait encore et les marchés financiers étaient beaucoup moins intégrés qu'aujourd'hui. Toutefois, le Traité stipulait déjà, dans son article 107, que chaque État membre devait considérer sa politique de change comme une question d'intérêt commun.

À l'heure actuelle, les diverses économies nationales de l'Union européenne sont plus intégrées que jamais. L'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Italie et la France, par exemple — sans parler d'économies plus petites, encore plus intégrées — réalisent chacune entre 50 % et 64 % de leur commerce extérieur avec leurs partenaires européens. Il faut également noter que cette intégration n'est plus la simple conséquence du processus traditionnel de division internationale du travail ; elle est, de façon croissante, le résultat de la constitution progressive d'un espace économique unifié, au sein duquel des produits similaires sont échangés et où les investissements directs créent des liens complexes et durables entre les économies nationales. Dans un contexte aussi spécifique, d'amples fluctuations des taux de change équivalent à des barrières invisibles, susceptibles de remettre en question l'existence d'une concurrence équitable et, à moyen terme, le concept même du marché unique.

– De tels inconvénients mettent clairement en évidence les limites d'un marché unique dépourvu d'une organisation monétaire appropriée. Mais, il faut également considérer les divers avantages de la fixation irréversible des parités et de la monnaie unique elle-même pour la consolidation des bases de la prospérité européenne. La monnaie unique mettra un terme aux coûts de transaction et de couverture des

opérations intra-européennes ; elle contribuera à accroître la profondeur des marchés de capitaux européens, ainsi que leur efficacité et leur liquidité ; elle facilitera la transparence de l'information nécessaire pour parvenir à un degré de concurrence optimal ; elle réduira la vulnérabilité de l'Europe aux chocs externes ; elle contribuera à la promotion des intérêts de l'Europe dans le cadre d'une coopération monétaire internationale nécessairement intensifiée.

À cet égard, j'approuve entièrement les déclarations récentes de l'un de vos dirigeants d'entreprises les plus distingués, selon lesquelles la monnaie unique permettra « de réduire les coûts, de faciliter la planification de l'activité économique et de développer l'investissement ».

En résumé, non seulement les fluctuations erratiques des taux de change sont incompatibles, d'un point de vue économique, avec le concept de marché unique, ou même avec celui de marché commun, mais elles vont également à l'encontre des dispositions actuelles du traité de Rome.

Par conséquent, une organisation monétaire appropriée est nécessaire pour gérer les relations de change au sein du marché commun, désormais marché unique. C'est à cette fin que l'on a créé le Système monétaire européen, dont la stabilité repose sur le concept fondamental de la convergence économique.

Dans le sillage du Système monétaire européen et de son mécanisme de change — qui correspondent aux phases 1 et 2 selon les termes du traité de Maastricht — l'Union monétaire elle-même apparaît à la fois comme le couronnement du processus de convergence et comme un moyen nouveau et déterminant de favoriser le meilleur fonctionnement possible du marché unique.

Afin d'être entièrement justifiée et économiquement profitable, l'union monétaire doit comporter des conditions d'accès appropriées et se fonder sur des comportements adéquats. Ces conditions sont les fameux critères de Maastricht qui, aux yeux de tous les dirigeants de banque centrale, ne peuvent être modifiés ni assouplis. Il y a deux raisons à cela.

– Premièrement, il ne serait pas dans l'intérêt des pays les plus performants d'envisager une quelconque dépréciation de leur monnaie unique, sous l'influence des économies qui ne satisfont pas aux critères de Maastricht. Une telle situation entamerait la crédibilité de la monnaie et, par conséquent, provoquerait une hausse des taux d'intérêt sur les marchés et un ralentissement de la croissance dans l'espace en question.

– Mais ce serait également une erreur pour une économie insuffisamment prête, notamment au regard du critère de faible inflation, de rejoindre la zone de monnaie unique. En effet, une telle économie deviendrait rapidement moins compétitive au sein de cette zone et serait donc progressivement affectée par une faible croissance et une insuffisante création d'emploi.

Il est donc dans l'intérêt général des diverses parties concernées de respecter scrupuleusement les conditions d'accès fixées par le traité de Maastricht.

En outre, une fois créé l'espace de la monnaie unique, les pays concernés devront adopter un comportement approprié, pour exactement les mêmes raisons que celles qui ont conduit à la formulation des critères d'accès eux-mêmes. Le comportement inadéquat d'une économie en termes de finances publiques, d'inflation et de compétitivité ne pèserait pas uniquement sur les autres économies faisant partie de l'espace d'utilisation de la monnaie unique ; il nuirait aussi directement à cette même économie qui, par définition, ne pourrait retrouver sa compétitivité au moyen de réajustements de son taux de change.

Je sais que cette dernière remarque explique pourquoi, à Londres même, un certain nombre de personnes lancent des « avertissements » solennels à propos de la monnaie unique et de la phase 3 du traité de Maastricht. Personnellement, je me rangerai parmi ceux qui sont convaincus que, une fois créé, l'espace de la monnaie unique fonctionnera harmonieusement, avec une croissance élevée et une forte création d'emplois, à condition de faire preuve de la vigilance nécessaire ; à savoir :

- vigilance en ce qui concerne le respect des conditions d'accès,
- vigilance de la part du Système européen de banques centrales, conformément aux dispositions du traité de Maastricht,
- vigilance de la part du Conseil des ministres dans la mise en œuvre des dispositions du traité de Maastricht lorsqu'elles font appel à une action visant à lutter contre des déficits publics excessifs, selon les dispositions de l'article 104c,
- enfin, vigilance surtout de la part de chaque économie concernée, de manière à préserver sa compétitivité dans l'intérêt de ses potentiels de croissance et de création d'emplois.

Le souci d'assurer, au sein de l'espace de la monnaie unique, une croissance durable et la création d'emplois stables, devrait, j'en ai la certitude, garantir qu'une telle vigilance sera pleinement exercée dans un esprit de responsabilité, non seulement parce que le texte du Traité le requiert, mais également parce que c'est de toute évidence l'intérêt général des diverses parties concernées qui est en jeu ; c'est pourquoi je suis confiant.

L'objectif d'union monétaire est poursuivi de manière progressive et pragmatique, avec la participation active des banques centrales.

L'accès à l'Union monétaire dépend, en premier lieu, du respect des cinq critères de convergence, à savoir : l'inflation, les taux d'intérêt à long terme, la stabilité des changes, les déficits publics et l'encours de la dette publique. Ces critères répondent à des principes généralement admis pour une bonne gestion économique et une croissance durable.

J'aimerais revenir sur le premier de ces cinq critères de convergence : la stabilité des prix.

L'Union monétaire (UE), le futur Système européen de banques centrales (SEBC) et la future Banque centrale européenne (BCE) auront pour objectif la stabilité des prix. De fait, la plupart des pays européens ont atteint un degré élevé de stabilité des prix au cours des dernières décennies ; l'UEM ne doit pas compromettre mais au contraire préserver ce résultat durement acquis, et c'est ce qu'elle fera. À cet effet, le Traité stipule que la stabilité des prix sera l'objectif prioritaire du SEBC. La théorie économique et l'expérience pratique laissent penser que la réalisation de cet objectif contribuera de façon décisive à une croissance saine et à la création d'emplois stables, buts légitimes et finals de toute politique économique.

Je dirais que, dans le contexte actuel, le processus d'intégration monétaire bénéficie du très large consensus existant en Europe sur cet objectif de stabilité des prix.

La capacité de la politique monétaire d'assurer la stabilité des prix dépend évidemment d'un certain nombre de facteurs. Je mentionnerai un seul d'entre eux.

Il semble ressortir des comparaisons internationales que, à moyen terme, les banques centrales indépendantes tendent à assurer une plus grande stabilité des prix que les autres. J'ai le sentiment que, dans un environnement financier de plus en plus fluctuant et incertain, les banques centrales doivent être clairement perçues comme des pôles de stabilité. Le Traité sur l'Union européenne stipule que le SEBC et la Banque centrale européenne constitueront un tel pôle.

En tout état de cause, je note que le critère de faible inflation est actuellement fort bien respecté au sein de l'UE : les prix à la consommation ont augmenté de 3,1 % en 1994 dans l'ensemble de l'Union ; une fois de plus, la France figurait parmi les trois pays présentant les meilleurs résultats pris en compte pour la définition de ce critère de convergence. En fait, avec un taux d'inflation de 1,6 %, la France a obtenu le meilleur résultat de l'Union l'année dernière. Il convient d'autant plus de le souligner que, parallèlement, le pays a enregistré une hausse substantielle de son activité économique : les signes antérieurs de reprise ont été pleinement confirmés. En outre, la modération des prix a joué un rôle essentiel dans le maintien de la compétitivité, comme en témoigne le niveau élevé de l'excédent extérieur de la France, malgré la hausse des importations générée par la croissance de la demande intérieure. Je voudrais ajouter que les bons résultats enregistrés en matière de stabilité monétaire — à la fois interne et externe — permettent sans doute d'expliquer que l'évolution relative des taux à long terme français ait été satisfaisante dans l'ensemble.

D'autres critères de convergence essentiels portent, notamment, sur la situation budgétaire des pays de l'UE. Or, nous savons tous qu'il existe des liens entre la situation budgétaire et la stabilité des prix.

La situation budgétaire d'ensemble des quinze États membres s'est légèrement améliorée en 1994. Toutefois, un déficit global de 5,6 % du PIB de l'Union peut difficilement être considéré comme satisfaisant. En fait, l'amélioration qui s'est faite jour par rapport à 1993 a été largement due à des facteurs conjoncturels. Il est donc raisonnable de penser que l'avenir de l'Europe dépend de la capacité des Européens de profiter de la reprise actuelle pour appliquer les mesures supplémentaires et faire les efforts nécessaires à la consolidation de leurs situations budgétaires. Cette stratégie n'est pas valable uniquement pour pouvoir satisfaire aux critères du Traité ; elle doit être mise en œuvre parce que l'assainissement des finances publiques est la condition préalable d'une croissance durable et de la création d'emplois stables.

De nombreux efforts sont donc déployés, et doivent encore l'être, pour promouvoir la convergence économique. Mais, l'avenir de l'Europe se prépare activement dans un autre domaine fondamental, qui lui aussi intéresse directement les dirigeants de banque centrale. Je fais référence ici à la définition du cadre technique dans lequel sera conduite la future politique monétaire unique. Les banques centrales jouent un rôle essentiel dans ce projet, en coopération étroite avec l'Institut monétaire européen (IME), l'entité qu'elles ont créée conjointement au début de l'année 1994, conformément au Traité. J'ajouterais que, en définissant ce cadre, l'IME remplit simplement l'une des principales missions que lui confère le Traité : préciser « le cadre réglementaire, organisationnel et logistique nécessaire afin que le SEBC puisse accomplir les tâches qui lui incombent ».

Ce cadre comprend deux éléments principaux : la future autorité monétaire européenne et la future monnaie unique européenne.

En ce qui concerne l'autorité monétaire — c'est-à-dire le SEBC — l'objectif principal consiste à assurer qu'elle sera capable de conduire efficacement la politique monétaire unique dès le début de la phase 3. À cette fin, le SEBC aura besoin — comme toute autorité monétaire crédible — de concepts et de statistiques pertinents pour analyser les évolutions, d'instruments et de techniques appropriés pour transmettre les impulsions nécessaires aux marchés, ainsi que de systèmes modernes d'échange d'informations et de paiements au sein de l'Union monétaire.

Les banques centrales nationales et l'IME travaillent de manière intensive sur ces différents points afin de procéder, en temps voulu, aux adaptations et harmonisations nécessaires. Je dois dire que les différentes positions adoptées au cours de nos discussions sont généralement plus proches que l'on n'aurait pu s'y attendre. Les travaux avancent donc de façon satisfaisante et les préparatifs n'ont pratiquement pas pris de retard.

À cet égard, je voudrais souligner que ces adaptations et harmonisations tiendront dûment compte du principe de subsidiarité. Il est clair qu'en ce qui concerne la politique monétaire, une coordination d'entités séparées est tout simplement insuffisante : le *processus de décision* en matière de politique monétaire doit être centralisé. Dans le cadre de l'Union monétaire, les *décisions* de politique monétaire seront prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE, l'organe collégial composé des gouverneurs des banques centrales nationales et des membres du Directoire de la BCE. Mais, le Traité lui-même stipule que, chaque fois que cela sera possible, la *mise en œuvre* des décisions de politique monétaire incombera aux banques centrales nationales. Le Traité reconnaît ainsi leur rôle primordial dans la future union monétaire. En effet, elles font partie de l'identité nationale de chaque pays ; elles ont une connaissance approfondie des caractéristiques propres à chaque marché de capitaux (et ces particularités ne disparaîtront pas totalement avec le processus d'harmonisation en cours). En outre, les banques centrales nationales supervisent l'évolution de chaque place financière ; or, l'avenir et la prospérité de l'Europe dépendent, dans une large mesure, du dynamisme et de la compétitivité de l'ensemble de ses places financières.

Le second aspect de la mise en place du cadre technique concerne, bien entendu, la préparation de la future monnaie unique. Cette question est complexe, car elle suppose un degré minimal de coordination des actions d'un nombre considérable d'agents économiques.

C'est pourquoi les autorités qui étudient actuellement ce problème — notamment l'IME, au niveau européen — ont engagé des consultations de grande envergure auprès du secteur bancaire et des autres utilisateurs futurs de la monnaie unique sous ses diverses formes. Aucune décision officielle n'a été prise jusqu'à présent, mais il me semble que l'on voit se dessiner trois principes de base.

— Premièrement, quelle que soit la date de démarrage de l'Union monétaire (au plus tard en janvier 1999, en tous les cas), la monnaie unique ne pourra, dès le début, remplir *toutes* les fonctions traditionnelles ni revêtir *toutes* les formes de la monnaie. En d'autres termes, il n'y aura pas de véritable « big bang » dès le début de la phase 3. Par exemple, pour des raisons techniques, les billets libellés en écu ne seront probablement pas disponibles pendant les trois années qui suivront le début de l'Union monétaire.

— Deuxièmement, on considère généralement que cette période précédant l'introduction de moyens de paiement libellés en écus ménagera une meilleure transition, moins brutale, pour les individus. Nous tiendrons compte des contraintes qui pèsent sur nos citoyens et adopterons la meilleure solution pour eux.

— Troisièmement, et il s'agit là également d'un point essentiel, nous ne pouvons, à mon avis, créer l'union monétaire et fixer irrévocablement les parités des monnaies nationales concernées *s'il n'y a pas du tout* de monnaie unique. Ce serait contraire aux intérêts des entreprises et, plus particulièrement, à ceux des agents économiques qui sont déjà largement engagés dans les transactions internationales ou sur les marchés de capitaux ; de fait, ces opérations sont celles qui bénéficieront le plus directement des économies d'échelle générées par l'utilisation de la monnaie unique. Par conséquent, il est possible de mener la politique monétaire unique en monnaie unique dès le début de la phase 3 et d'organiser un passage rapide des marchés financiers à cette même monnaie.

En conclusion, Mesdames et Messieurs, j'aimerais simplement ajouter quelques mots sur le rythme envisagé pour cette transition historique. Cela me donnera l'occasion de souligner une fois de plus que le Traité sur l'Union européenne définit une approche pragmatique de l'objectif nécessaire d'union monétaire.

— Premièrement, le Traité prévoit un processus en plusieurs étapes. Des efforts seront bien sûr nécessaires pour satisfaire aux critères de convergence, mais l'on reconnaît généralement que, même en l'absence de l'UEM, les pays européens ne pourraient faire l'économie d'un assainissement de leur situation budgétaire.

– Deuxièmement, en vertu des dispositions du Traité, les chefs d'État et de gouvernements devront décider du démarrage de l'Union monétaire au plus tôt avant la fin de 1996 et elle entrera effectivement en vigueur, quoi qu'il arrive, le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Si l'on tient compte du délai de douze mois environ nécessaire à la préparation active de l'Union monétaire, après la décision du Conseil européen, il s'ensuit que la première série de décisions sera prise avant la fin de 1996 et la deuxième probablement avant la fin de 1997.

– Troisièmement, le Traité assure une certaine souplesse en ce qui concerne les dates d'entrée des différents pays dans l'Union monétaire, après sa mise en place par le premier groupe de pays le 1<sup>er</sup> janvier 1999 au plus tard. Il convient donc de mentionner que la querelle habituelle concernant le caractère approprié ou non d'une Europe à plusieurs vitesses a trouvé sa solution dans le traité de Maastricht.

Il est très important que le Traité ait adopté une approche pragmatique. Celle-ci était effectivement nécessaire pour assurer que l'Union monétaire soit fondée sur le principe de la stabilité des prix, susceptible de stimuler la croissance et la création d'emplois, et pour empêcher d'y participer les pays qui ne sont pas encore prêts. Enfin, cette approche permettra à l'Union monétaire d'exister suffisamment tôt pour encourager les efforts de convergence des pays qui voudront y participer ultérieurement. Toute l'histoire de l'intégration européenne témoigne du bien-fondé de cette démarche.

Pour terminer, j'aimerais simplement souligner trois points qui me paraissent essentiels du point de vue de la construction monétaire européenne.

– Premièrement, l'Europe fait reposer sa future organisation monétaire sur le principe que la crédibilité et la solidité monétaires sont les meilleurs fondements de la croissance, de la création d'emplois et de la prospérité de l'économie.

J'ai le sentiment que ce principe de base — auquel le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France est profondément attaché — est également partagé par tous mes collègues européens et tout particulièrement — pourquoi ne pas le dire ? — par mon ami et collègue Eddie George.

– Deuxièmement, l'Union monétaire européenne n'est pas uniquement une réforme structurelle majeure pour l'Europe. Elle l'est également pour le système monétaire international. Personnellement, je reste convaincu que la prospérité et la stabilité de l'économie mondiale nécessitent une attitude aussi responsable que possible de la part de tous les principaux partenaires et notamment, des comportements responsables en ce qui concerne le niveau d'épargne nationale et les politiques budgétaire et monétaire. C'est ce que le G 7 vient de déclarer dans son dernier communiqué, à l'issue de sa réunion à Washington. Je suis certain que l'Union monétaire européenne contribuera de façon essentielle à une gestion responsable d'un système monétaire international à pôles multiples.

– Troisièmement, étant ici à Londres et en compagnie d'Eddie George, je ne peux m'empêcher de constater que la tendance à l'indépendance des banques centrales n'est pas seulement européenne — ce qui est désormais consacré par le traité de Maastricht. Il s'agit également d'une tendance mondiale qui se manifeste sur tous les continents. Il n'est plus nécessaire de démontrer le lien étroit qui existe entre la crédibilité monétaire, d'une part — indispensable pour pouvoir bénéficier des meilleures conditions financières possibles sur le marché — et l'indépendance de la banque centrale, d'autre part. Je sais que cette question fait l'objet d'un débat ici, à Londres. J'aimerais simplement ajouter à quel point je suis heureux que le débat public dans mon propre pays ait été l'occasion de réaffirmer que l'indépendance de la Banque centrale fait aujourd'hui partie intégrante du cadre institutionnel français.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 135 – mai 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 – avril 1995***

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX  
(Tél. : +33 (1) 42 92 26 45 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

### ***Les études de la Centrale de bilans : La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – résultats de l'enquête de septembre 1994 (B 95/4)***

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES  
(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Livre blanc sur la sécurité des systèmes d'information dans les établissements de crédit – janvier 1995***

SECRÉTARIAT GÉNÉRAL DE LA COMMISSION BANCAIRE  
(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 46 19)  
Prix du numéro : FRF 80 TTC

### ***Bulletin de la Commission bancaire n°12 – avril 1995***

SECRÉTARIAT GÉNÉRAL DE LA COMMISSION BANCAIRE  
(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 59 40)  
Prix du numéro : FRF 100 TTC

### ***French Banking Act and Selected Banking Regulations – 1995***

COMITÉ DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE – BANQUE DE FRANCE  
(Tél. : +33 (1) 42 92 39 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 11)  
Prix du numéro : FRF 200 TTC

***Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – mars 1995  
Enquête annuelle sur le logement – Année 1994***

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 Provence-Alpes-Côte d'Azur – mars 1995  
Le financement du logement en 1994***

Banque de France Marseille  
Secrétariat régional Provence-Alpes-Côte d'Azur  
(Tél. : +33 91 04 10 71 – Télécopie : +33 91 04 10 69)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

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

***Le franc stable est un acquis***

entretien avec Michel Sapin, conseiller de la politique monétaire  
(La Tribune-Desfossés – 17 mai 1995)

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

***L'avenir de l'Europe du point de vue d'un dirigeant de Banque centrale***

Conférence de Jean-Claude Trichet, gouverneur, lors du « 1995 Natwest Lecture », à Londres, le 16 mai 1995<sup>1</sup>

---

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

É T U D E E S

# PARTICIPATION DE LA BANQUE DE FRANCE AU PROGRAMME D'ASSISTANCE TECHNIQUE DU FMI À LA BANQUE CENTRALE DE RUSSIE SUR LES SYSTÈMES DE PAIEMENT

La Banque de France participe depuis mars 1993 aux côtés du Système de réserve fédérale, de la Banque fédérale d'Allemagne et de la Banque d'Angleterre au programme de modernisation du système de paiement russe. Cette intervention se traduit par l'envoi de missions régulières sur place, destinées à suivre et à animer les travaux du groupe « clearing » qui est présidé par la Banque centrale de Russie (BCR). Le principal objectif du groupe est d'établir sur le territoire de la Fédération de Russie un réseau de chambres de compensation.

---

JEAN-MARC DESTRESSE  
*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange*

## 1. Cadre institutionnel de la modernisation

### 1.1. Rôle et composition du « Comité de pilotage international »

La création en juin 1993 de ce comité, appelé « ISC » pour « International Steering Committee », a résulté de la nécessité de coordonner au sein d'une structure décisionnelle unique les nombreuses initiatives en matière de modernisation du système de paiement russe, conduites jusqu'alors de manière indépendante par les différents acteurs (BCR, banques commerciales russes et institutions internationales).

Le rôle de l'ISC, dans lequel la BCR joue un rôle moteur, est de définir les grands axes du programme de réformes, de favoriser l'émergence d'un consensus entre la banque centrale et les banques commerciales, et de coordonner l'assistance technique. L'ISC est présidé par Mme Paramonova, présidente de la BCR, et se compose pour la partie russe de représentants de la Banque centrale et des organismes représentatifs des banques commerciales ; les organisations internationales représentées sont constituées du FMI et des quatre banques centrales coopérantes qui interviennent sous son égide, de la Commission européenne, de la BERD, de l'OCDE, de la Banque mondiale, et du « Financial Services Volunteer Corps », organisme d'assistance américain.

### 1.2. Les groupes de travail

Les réflexions de l'ISC sont nourries par les travaux de sept groupes, tous présidés par un représentant de la BCR ou des banques commerciales, et chargés de mener à bien les différents projets de modernisation. Chaque groupe de travail bénéficie en principe de l'assistance technique d'une institution internationale.

Les sept groupes sont chargés respectivement de l'installation d'un système de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel, du développement d'un système de compensation pour les paiements de masse, des systèmes de règlements intra-bancaires, de la création de nouveaux instruments de paiement, des systèmes informatiques, de la formation, et enfin de la normalisation des instruments de paiement. Les quatre banques centrales coopérantes ont respectivement en charge le système de transfert de gros montants (Système de réserve fédérale), le système de compensation (Banque de France), la formation (Banque d'Angleterre), et le développement de nouveaux instruments (Banque fédérale d'Allemagne).

## 2. Travaux effectués par le groupe « clearing »

### 2.1. Principes de base

L'un des principaux objectifs du groupe est le développement de systèmes de compensation multilatérale pour permettre l'échange et le règlement des paiements de masse. Ces dispositifs sont appelés à remplacer le traitement et la comptabilisation individuelle des ordres de virement de petit montant. Le recours à des systèmes de compensation devrait permettre d'améliorer la rapidité et l'efficacité du système de paiement, à condition toutefois que les risques inhérents à ce type d'organisation soient correctement maîtrisés. À cette fin, certains principes ont été retenus :

- les systèmes de compensation ne traiteront que les paiements de masse, les ordres de montant élevé étant réglés au sein du système brut en temps réel ;
- le dénouement du cycle de compensation est quotidien ;
- le règlement des positions nettes s'effectue en monnaie centrale, sur les livres de la BCR ;
- les systèmes de compensation feront appel au départ à des clauses de révocabilité, puis seront ensuite collatéralisés avec des systèmes de gestion de limites.

## 2.2. Travaux réalisés

Les travaux ont pour l'instant été orientés dans deux directions.

### – La création d'un cadre réglementaire pour les chambres de compensation privées

Cette tâche est maintenant accomplie et un ensemble de dispositions réglementaires, discutées et finalisées avec l'aide de la Banque de France, décrivent précisément les principes et les procédures que doivent respecter les chambres de compensation privées.

Il existe deux modèles de licences ; dans les deux cas, le déroulement du cycle est quotidien et s'effectue sur les livres de la BCR :

- dans le premier modèle, la chambre de compensation assure l'échange des ordres et le calcul des positions nettes qui sont ensuite transmises à la BCR pour imputation aux comptes des participants ;
- dans le second modèle, qui fonctionne selon la technique du prépaiement, l'enchaînement des opérations est identique, mais les participants doivent constituer préalablement à chaque cycle de compensation une provision au compte de la chambre sur les livres de la Banque centrale.

Sept chambres de compensation ont reçu de la BCR une licence, dont six utilisent la technique du prépaiement. Ces chambres sont situées sur l'ensemble du territoire de la Fédération (Moscou, Tula, Tchelyabinsk, Arkhangelsk, Vladivostok, Ekaterinburg ...).

### – La création de chambres de compensation gérées par la BCR

Le système de paiement russe repose pour une large part sur le réseau de la Banque centrale, composé d'environ 1 400 agences, dont certaines sont de taille très réduite. Outre l'échange et la comptabilisation au compte des banques des ordres de paiement, ces succursales remplissent d'autres fonctions telles que la circulation fiduciaire, les contrôles fiscaux pratiqués sur les transactions individuelles, et la tenue des comptes des clients des banques commerciales lorsque celles-ci ne sont pas techniquement en mesure de gérer leur propre comptabilité.

S'agissant de leur rôle dans le système de paiement, ces agences traitent les ordres de paiement individuellement en cours de journée, et les soldes des comptes des banques ne sont connus que le lendemain matin. Ce processus complique et alourdit le traitement des opérations de masse ; l'objectif est donc de créer au sein de ces agences des chambres de compensation. Les agences de la BCR devraient donc, à terme, fournir trois types de service :

- un service de règlement brut en temps réel pour les paiements éligibles au futur système de transfert de gros montants (paiements de gros montant, paiements urgents, paiements inter-régionaux ...);
- un service de règlements nets pour les paiements de masse ;
- le maintien du service actuel pour les banques ne pouvant pas encore participer au système de compensation (les participants doivent en effet être en mesure de disposer de leur propre autonomie comptable, ce qui n'est pas le cas de tous les établissements).

Des expériences de chambres de compensation traitant des ordres dématérialisés sont en cours, en particulier à Tula.

Parallèlement à l'implantation et au suivi des chambres de compensation, publiques et privées, le groupe de travail a aussi en charge l'élaboration d'un cadre réglementaire minimal pour les activités de « correspondant bancaire ». Ces accords, par lesquels les banques s'échangent bilatéralement des ordres de paiement en utilisant des comptes réciproques, se sont en effet considérablement développés au cours des dernières années, en particulier en raison des imperfections (longueur des délais, perméabilité à la fraude) affectant le système de paiement actuel.

### 2.3. *Évolutions nécessaires à court terme*

Les modalités de tenue des comptes des banques par les agences de la BCR devront être modifiées, en particulier lorsque celles-ci gèrent les comptes des nouvelles chambres de compensation privées et de leurs participants : le système actuel de tenue des comptes ne permet en effet de ne connaître le solde des participants sur les livres de la BCR que le lendemain des échanges, ce qui entraîne une incertitude sur la bonne fin du règlement de la compensation. Il est donc souhaitable que la BCR puisse offrir aux banques un dénouement quotidien en fin de journée de l'ensemble des ordres qui lui sont transmis, y compris les positions nettes calculées par les chambres.

La BCR est, par ailleurs, consciente de la nécessité de définir une stratégie de création de chambres de compensation dans ses agences, notamment dans les principales villes et centres régionaux, certaines agences de taille réduite pouvant dans ce contexte être appelées à disparaître.

Le système de paiement russe était en cohérence avec l'ancien ordre économique où le facteur temps dans les transactions avait une importance secondaire et où le risque de contrepartie était inconnu. Ces caractéristiques se sont révélées inadaptées aux transformations rapides et profondes des structures liées à la phase de transition, caractérisée notamment par l'émergence de nouveaux participants et de nouveaux risques.

La création de l'ISC en 1993 témoigne de la prise de conscience des autorités, et en particulier de la BCR, de l'importance du problème et de la nécessité de mobiliser les ressources et d'agir en concertation avec l'ensemble des parties. Les nombreux projets en cours de mise en œuvre devraient contribuer à améliorer l'efficacité et la réussite du système de paiement russe.

La Banque de France pour sa part, sous l'égide du FMI et à travers la direction des Moyens de paiement et des Systèmes d'échange scripturaux, continuera à faire bénéficier le groupe « clearing », qui a déjà à son actif de nombreuses réalisations concrètes, de son soutien et de son expertise.

# LE SYSTÈME TARGET

Le 29 mai 1995, l’Institut monétaire européen (IME) a publié un rapport sur le système TARGET, qui concerne les mécanismes de paiement que les banques centrales européennes mettront en œuvre lors de la phase III de l’Union économique et monétaire. Ce rapport a été préparé par le Groupe de travail sur les systèmes de paiement européens et approuvé par le Conseil de l’IME. Il expose de façon détaillée les objectifs du système, explique son organisation et analyse ses modalités de fonctionnement ainsi que les relations qu’il pourra avoir avec d’autres systèmes de paiement.

---

JÉRÔME LACHAND

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

Depuis plusieurs années, les systèmes de paiement de gros montant sont au cœur des préoccupations des banques centrales, notamment en raison des risques que peuvent présenter ces dispositifs.

Dans le cadre de l’Union européenne, la réflexion sur les systèmes de paiement est motivée en particulier par la préparation de la mise en œuvre de la politique monétaire unique en phase III de l’UEM. Le projet *Target* constitue le fruit de ces travaux menés par les banques centrales européennes.

## 1. Les raisons qui expliquent l'intervention des banques centrales dans le domaine des systèmes de paiement de gros montant en Europe

L'intervention des banques centrales européennes dans le domaine des règlements de gros montant est justifiée par la mise en œuvre de la monnaie unique et la prévention des risques dans les systèmes de paiement.

### 1.1. La mise en œuvre de la politique monétaire unique

La monnaie unique, en phase III de l'UEM, va faire disparaître les cloisonnements qui existent aujourd'hui en Europe entre les marchés monétaires nationaux. Le traité de Maastricht prévoit en effet la mise en place d'une monnaie unique, d'une Banque centrale européenne et d'une politique monétaire unique, ces trois éléments étant indissociables.

Les banques centrales se sont donc posé la question de savoir si l'état actuel des systèmes de paiement permettait la mise en œuvre de la politique monétaire unique.

Or, les systèmes de paiement apparaissent aujourd'hui très cloisonnés. Il existe en effet en Europe plus de 25 systèmes de règlement qui traitent exclusivement ou en partie des paiements de gros montant (contre, par exemple, seulement deux aux États-Unis). Dans chaque pays, ils ne traitent que la monnaie nationale, entre banques installées dans le pays. Les banques échangent leur surplus de liquidités sur un marché monétaire national, et la banque centrale met en œuvre sa politique monétaire principalement en agissant sur l'offre et la demande qui s'exercent sur ce marché national.

Seule l'utilisation des comptes de correspondants permet de remédier au cloisonnement actuel des systèmes de paiement. Mais il apparaît clairement que les réseaux de correspondants ne peuvent suffire à répondre aux contraintes posées par la mise en œuvre de la monnaie unique.

Le décloisonnement des marchés monétaires nationaux passe donc par l'établissement de liens entre les systèmes de paiement qui traitent les opérations de gros montant. Le mécanisme que les banques centrales de l'Union européenne se proposent de réaliser, en collaboration avec les banques, répondra à ce besoin de décloisonnement, en permettant aux paiements de gros montant de circuler rapidement et en toute sécurité entre les pays de l'Union monétaire.

### 1.2. La réduction du risque systémique et l'amélioration de l'efficacité des systèmes de paiement

En novembre 1993, le Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté européenne a adopté les conclusions d'un rapport<sup>1</sup> sur les caractéristiques minimales communes que devraient présenter les systèmes de paiement existant dans les États membres. Ce rapport définit dix principes, concernant la participation aux systèmes de paiement, la prévention des risques, les questions juridiques, la standardisation et les infrastructures techniques, la tarification des services assurés par les banques centrales, et les heures d'ouverture des systèmes, destinés à servir de guide à l'action des banques centrales dans ce domaine.

Dans le cadre de la réduction du risque systémique, le quatrième principe du rapport prévoit que, dès que possible, chaque État membre devra disposer d'un système à règlement brut et en temps réel, par lequel devront être échangés les plus grands volumes possibles de transferts de gros montant. Dans un rapport qui vient d'être publié<sup>2</sup>, les banques centrales ont d'ailleurs dressé un bilan de l'application de ce principe, duquel il ressort que, à la fin 1994, des systèmes à règlement brut fonctionnaient dans six pays. D'ici à la fin de 1996, de tels systèmes devraient fonctionner dans 13 des 15 États membres, et, dans 10 d'entre eux, ces systèmes bruts traiteront la totalité des paiements de gros montant.

<sup>1</sup> Rapport du Groupe de travail sur les systèmes de paiement de la Communauté européenne sur « Les caractéristiques minimales communes des systèmes de paiement nationaux », novembre 1993

<sup>2</sup> Voir le Bulletin de la Banque de France n°15, mars 1995

En cohérence avec ce principe, il a été retenu que le futur système européen de transfert de gros montant sera construit suivant une logique de règlement brut en temps réel, de façon à permettre l'échange, au niveau de l'Union européenne, de paiements de gros montant en monnaie banque centrale. Cette exigence est, comme indiqué ci-dessus, au cœur de la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Mais elle permettra aussi d'améliorer l'efficacité globale des paiements transfrontières, en réduisant le risque systémique.

## 2. Le système TARGET

### 2.1. Les principes régissant le système

Les banques centrales de l'Union européenne et l'IME ont décidé de mettre en place un système de paiement interbancaire de gros montant à l'échelle de l'Union, le système *Target*<sup>1</sup>.

Conformément au Traité, *Target* sera un système décentralisé : seules certaines fonctions communes seront assumées par la Banque centrale européenne (BCE). Excepté pour le nombre très limité d'opérations découlant des activités propres de la BCE, les paiements effectués par l'intermédiaire de *Target* feront l'objet d'un traitement et d'un règlement au sein des systèmes à règlement brut nationaux, puis d'un échange entre banques centrales nationales.

Cette solution décentralisée permet de concilier la nécessité pour les banques centrales de mettre en place un système leur permettant la mise en œuvre de la politique monétaire unique, avec celle de conserver des systèmes nationaux adaptés aux spécificités de chacun des États membres de l'Union européenne. Cette solution est cohérente avec une mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire unique.

Étant donné que *Target* sera composé des systèmes à règlement brut qui ont été ou qui sont actuellement développés dans des contextes différents selon les pays, il n'offrira pas exactement les mêmes services aux utilisateurs finals. Par conséquent, il faudra peut-être envisager une certaine harmonisation des caractéristiques opérationnelles des systèmes à règlement brut. Toutefois, dans la mesure où une harmonisation de grande envergure serait difficile à réaliser dans le cadre du calendrier serré de passage à l'Union monétaire, et comme de nombreuses incertitudes subsistent encore quant à la façon dont l'Union monétaire sera réalisée, la mise en place de *Target* s'effectuera selon une « approche minimalistre ». On limitera l'harmonisation au strict nécessaire, pour éviter l'apparition d'obstacles à la conduite efficace de la politique monétaire unique, et de distorsions de concurrence entre banques.

Outre la mise en œuvre de la politique monétaire unique en phase III, le système *Target* vise également à améliorer la fiabilité des systèmes de paiement européens de gros montant, conformément aux dispositions de l'article 109f (3) du Traité sur l'Union européenne<sup>2</sup>. Cela suppose une utilisation plus large des procédures de règlement brut en temps réel, qui constituent le mécanisme de paiement le plus sûr pour traiter des opérations de montant élevé.

Toutefois, conformément au principe de marché inhérent au Traité, le recours au système *Target* ne sera pas obligatoire, excepté pour les paiements directement liés à la mise en œuvre de la politique monétaire. La mise en place de *Target* permettra aussi aux banques de bénéficié, à l'échelon européen, d'un système de paiement de gros montant en temps réel, et entièrement sécurisé. Mais elles conserveront également la possibilité d'utiliser d'autres dispositifs de transfert de fonds, tels que le système actuel de compensation de l'Écu, ou bien les réseaux de correspondants.

<sup>1</sup> Acronyme pour « Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System »

<sup>2</sup> L'article 109f (3) dispose que « En vue de préparer la troisième phase, l'IME [...] encourage l'efficacité des paiements transfrontaliers ».

## 2.2. Les grandes lignes du futur système

Le système *Target* sera composé de deux éléments : la composante nationale, c'est-à-dire autant de sous-systèmes qu'il y aura de systèmes à règlement brut en temps réel en fonctionnement, et la composante internationale constituée par le dispositif d'interconnexion des systèmes à règlement brut.

En ce qui concerne la participation à *Target*, le principe est que chaque établissement de crédit y participera par l'intermédiaire du système à règlement brut en temps réel auquel il a accès. Il n'y aura donc pas de participation directe des établissements de crédit au dispositif d'interconnexion.

Le système permettra à deux banques participant à des systèmes à règlement brut en temps réel différents d'échanger des paiements irrévocables en monnaie banque centrale et en temps réel. Ainsi un ordre de paiement émis par une banque française à destination d'une banque allemande transitera d'abord par le système à règlement brut en temps réel français TBF (« Transferts Banque de France »), qui vérifiera l'existence de la provision sur le compte de la banque tenu à la Banque de France, avant de transmettre l'ordre au dispositif d'interconnexion, qui le déversera dans le système à règlement brut allemand EIL-ZV, pour être *in fine* imputé irrévocablement sur le compte de la banque destinataire tenu à la Banque fédérale. L'ensemble de ce processus prendra quelques secondes.

Il sera probablement nécessaire d'harmoniser les heures d'ouverture des différents systèmes à règlement brut en temps réel.

Chacun des systèmes à règlement brut en temps réel nationaux comportera un système d'alimentation en liquidité banque centrale contre garantie. Il n'y aura donc pas de découvert non garanti.

## 2.3. Le système TARGET et le passage à la monnaie unique

Le début de la phase III de l'Union économique et monétaire verra l'apparition de la monnaie unique, mais il se peut que, pendant une période transitoire, certains paiements continuent à être libellés en monnaie nationale. Dans cette hypothèse, les systèmes à règlement brut nationaux pourraient continuer à traiter certaines opérations libellées en dénomination nationale, et un mécanisme de conversion en monnaie unique serait instauré pour permettre les transferts entre pays participants via le dispositif d'interconnexion, ce dernier n'opérant qu'en écus. Une fois le passage à la monnaie unique achevé, toutefois, les systèmes nationaux ne fonctionneraient plus qu'en écus.

En outre, les banques centrales des États membres de l'Union européenne qui ne feraient pas partie de l'Union monétaire dès le début de la phase III pourront néanmoins choisir d'être connectées au système *Target*, de façon à pouvoir traiter l'écu comme une devise étrangère. Dans ce cas, les systèmes à règlement brut de ces pays devront être à même de traiter l'écu et leur monnaie nationale comme des monnaies distinctes, sans relation fixe entre elles. Il appartiendra à ces pays de choisir la manière dont les adaptations nécessaires devront être apportées à leur système domestique.

En France, l'accord de place sur l'organisation des paiements de gros montant, qui est intervenu le 10 janvier dernier entre la Banque de France et l'Association française des établissements de crédit (AFEC), s'inscrit dans les orientations décidées à l'échelon européen. Cet accord prévoit en effet que le système à règlement brut en temps réel TBF, dont la création est indispensable pour la réduction des risques dans les systèmes de paiement et pour la transition vers la monnaie unique, sera désormais achevé dans les meilleurs délais.

L'accord prévoit aussi, à côté de TBF, la mise en place par les établissements de crédit de SNP (« Système net protégé »), un système de compensation respectant les normes de sécurité prévues par les banques centrales, qui pourra également être utilisé pour les paiements domestiques de gros montant.

# INTÉGRATION ÉCONOMIQUE ET UNION MONÉTAIRE EN EUROPE<sup>1</sup>

Près de deux ans et demi après l'entrée en vigueur du marché unique et à l'heure où la Convention de Schengen supprime pour les personnes les derniers vestiges des anciennes frontières à l'intérieur d'une grande partie de l'Union européenne, la réalisation de l'Union monétaire de l'Europe s'impose comme une étape essentielle de la construction européenne.

---

ANDRÉ ICARD  
*Direction générale des Études*

L'instauration d'une union monétaire est un objectif à la fois nécessaire et réaliste.

C'est, tout d'abord, une nécessité car elle constitue le prolongement naturel de l'intégration économique et commerciale de l'Europe. Celle-ci est d'ores et déjà très largement réalisée puisque 60 % environ des échanges de la Communauté se réalisent à l'intérieur de ses frontières. Sur ce marché intérieur très intégré, où la concurrence est très vive entre les entreprises des pays membres, la monnaie unique est l'instrument qui fera disparaître les « frontières » monétaires, à l'origine de possibles distorsions indues de concurrence. Il me paraît d'ailleurs très significatif que la monnaie unique soulève une attente très forte des milieux d'affaires français et plus généralement européens qui, spécialement depuis l'instauration du marché unique, considèrent que leur marché intérieur est l'Europe et non plus seulement le marché national.

L'Union monétaire est, au demeurant, un objectif réaliste qui doit pouvoir être accompli avant l'an 2000, car il existe désormais, en France comme dans la grande majorité des pays européens, un large consensus sur ce point, comme en témoignent notamment la convergence des politiques monétaires menées en Europe et la permanence de leurs orientations en faveur de la stabilité des changes, au sein d'une large majorité des pays de l'Union.

---

<sup>1</sup> Cette étude reprend de larges extraits de l'intervention d'André Icard, directeur général des Études, devant un auditoire réuni par la banque J.P. Morgan à New York, le 5 avril 1995.

## 1. Intégration commerciale et intensité de la concurrence en Europe

Tout marché totalement intégré auquel on pourrait donner le nom de marché « intérieur » répond à quatre caractéristiques. Premièrement, la libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux ; deuxièmement, l'existence d'échanges commerciaux intenses à l'intérieur de la zone considérée ; troisièmement, le développement d'une libre concurrence et quatrièmement l'existence d'un système monétaire et de règlement intégré. La première caractéristique, la libre circulation, est une réalité depuis l'instauration du marché unique. On verra ci-après que les conditions 2 et 3 relatives à l'intégration commerciale et à la concurrence sont déjà réalisées dans les faits, ce qui rend d'autant plus indispensable la réalisation de la quatrième condition, celle touchant à la monnaie.

### 1.1. Une intégration commerciale de plus en plus marquée

Au cours des quarante dernières années, l'ouverture des économies européennes sur l'extérieur a considérablement progressé, de sorte que la plupart des grands pays européens présentent aujourd'hui un taux d'ouverture extérieure<sup>1</sup> de 20,0 % ou plus (24,0 % en Allemagne et au Royaume-Uni, 22,5 % en France et 20,0 % en Italie), c'est-à-dire un ratio bien supérieur à celui des États-Unis (11 % en 1992) ou du Japon (9 %).

Cette ouverture accrue des économies européennes a eu pour conséquence naturelle de favoriser le développement des échanges à l'intérieur de l'espace communautaire :

- la part des exportations intra-communautaires de marchandises (à prix courants) dans les exportations totales a ainsi fortement augmenté, passant de 37 % en 1958 à près de 55 % en 1970. Elle dépasse désormais 60 % ;
- la situation est comparable en ce qui concerne les importations, puisque la proportion des importations intra-communautaires dans le total est passée de 35 % en 1958 à près de 55 % en 1973 et approche désormais 60 %.

Au total, les échanges à l'intérieur de l'Union économique représentent un peu moins des deux tiers du commerce extérieur des pays membres, contre seulement un tiers au début des années soixante.

Dans ces conditions, le commerce communautaire entre les pays de l'Union contribue pour une part de plus en plus importante au PIB communautaire, soit plus de 13,5 % aujourd'hui, contre 6 % environ au début des années soixante ; par pays, les proportions s'établissent à 40 % du PIB en Belgique, 15 % en France, 13 % en Allemagne et près de 10 % en Italie.

Dans ses échanges avec l'extérieur, l'Union, considérée dans son ensemble, présente toutes les caractéristiques d'une zone économique fortement développée, avec des importations portant surtout sur des matières premières et des exportations composées principalement de produits manufacturés.

Dans ce contexte de forte intégration commerciale, on voit déjà que les variations des taux de change des monnaies européennes peuvent affecter sensiblement les soldes commerciaux mais aussi, plus généralement, la croissance économique de chaque pays européen. Même en l'absence de fluctuations de change, l'existence de plusieurs devises a pour effet d'entraîner des coûts de conversion non négligeables, qui représenteraient, selon la Commission des communautés européennes, entre 0,3 % et 0,4 % du PIB communautaire (90 milliards de francs à 130 milliards).

<sup>1</sup> Imports + Exports / 2 x PIB

### **1.2. Un degré élevé de concurrence entre les principaux pays européens sur le marché unique**

Si des relations de complémentarité évidentes existent entre les pays les plus développés de l'Union européenne et ceux qui le sont moins, le commerce à l'intérieur de l'Union est surtout marqué par l'intense concurrence que se livrent les grands pays sur les produits industriels de haute technologie ainsi que sur les services.

La France à elle seule se classe au deuxième niveau mondial pour les exportations de services et l'Union dans sa totalité se classe incontestablement au premier rang. En matière de biens, comme en matière de services, la stabilité des changes constitue un élément fort des conditions de concurrence, ce qui plaide en faveur de la monnaie unique.

S'agissant du commerce intérieur de marchandises, celui-ci est composé à près de 70 % d'échanges de biens industriels, parmi lesquels les machines et matériels de transport représentent le poste le plus important (près de 37 % des importations et des exportations totales intra-zone) ; sur ce type de biens, le degré de concurrence entre les grands pays européens est particulièrement élevé. Dans le seul secteur automobile, on trouve des constructeurs en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Suède, soit dans la moitié des pays qui composent l'Union ; la concurrence entre eux est extrême.

En revanche, comparé avec le commerce intra-communautaire, le commerce de la Communauté avec l'extérieur est plutôt composé de biens non manufacturés pour lesquels le degré de concurrence entre pays européens est moins grand (matières premières et produits énergétiques).

Dans le secteur des services, en particulier dans les services bancaires et financiers, un niveau très important de concurrence existe également entre les principales places européennes.

Au demeurant, cette situation de concurrence a encore été renforcée par les évolutions récentes du cadre institutionnel : la création du marché unique, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1993, a conduit à prendre des mesures spécifiques pour éliminer aussi bien les barrières physiques (par l'élimination des contrôles douaniers sur les marchandises) que les obstacles techniques (grâce à l'harmonisation des normes ou à l'établissement d'un marché commun des marchés publics...).

De même, il faut rappeler l'extraordinaire foisonnement de directives européennes reprises dans les législations nationales visant à harmoniser les conditions d'exercice des activités économiques et d'accès aux marchés nationaux. En matière bancaire, et maintenant d'assurances, par exemple, des progrès très importants ont été accomplis et l'Union constitue désormais un espace économique totalement intégré en matière d'activité financière. On pourrait multiplier des exemples semblables dans tous les domaines de l'activité économique. Enfin, et de façon générale, les dispositions relatives à l'établissement d'une union économique et monétaire ont fortement restreint la possibilité pour les États membres de mettre des obstacles aux échanges intra-communautaires en cas de difficultés de balances des paiements.

Ayant ainsi harmonisé de façon aussi volontariste les conditions d'une concurrence qui, à l'intérieur des frontières de l'Union, s'exerce avec une intensité extrême, comment concevoir que cette concurrence puisse être perturbée par cet élément extérieur à la production et aux échanges que constitue le taux de change ? En réalité, l'instabilité des taux de change contribue à segmenter, de manière artificielle, un marché qui est de plus en plus intégré et concurrentiel.

Pour conclure sur ces aspects macro-économiques, on peut souligner combien l'intégration économique et commerciale qui existe entre les grands pays européens se distingue de celle que l'on peut observer en Amérique du Nord où les échanges réciproques entre, par exemple, les États-Unis d'une part, le Canada et le Mexique d'autre part, sont fortement asymétriques et où les situations de complémentarité tendent assez souvent à l'emporter sur celles de concurrence.

Pour pousser plus loin la comparaison, on peut dire que le commerce à l'intérieur de l'Union présente des caractéristiques comparables à celui du marché intérieur américain tandis que, hors des frontières, pour l'Europe comme pour les États-Unis, le commerce porte à l'importation sur des matières premières et à l'exportation sur des produits manufacturés.

Il est significatif d'observer, combien, au cours des mois récents, le fonctionnement de l'accord de libre échange nord-américain, passé entre les États-Unis, le Canada et le Mexique, a été influencé par des phénomènes monétaires. Le développement de grands marchés intégrés ne se conçoit pas sans un certain degré de stabilité des changes. Les Européens l'ont expérimenté depuis longtemps, ce qui explique leur volonté de poursuivre aussi rapidement que possible l'instauration d'une monnaie unique, forme achevée de la stabilité monétaire et de l'intégration économique.

## 2. L'Union monétaire est l'aboutissement logique de la construction européenne

La construction économique européenne a toujours comporté un volet monétaire. On peut rappeler à ce propos que l'article 107 du traité de Rome stipule que le cours de change des monnaies des pays participants constitue une question d'intérêt commun. En 1957, dans le cadre des accords de Bretton Woods, alors encore pleinement appliqués, la chose allait pratiquement de soi. Le fait que les signataires aient tenu à le rappeler témoigne de l'importance qu'ils attachaient à cette question. La marche vers la monnaie unique est l'aboutissement de cette idée forte constamment reprise depuis bientôt 40 ans.

### 2.1. L'Union monétaire parachève l'intégration économique et commerciale de l'Europe

La régionalisation accrue des échanges communautaires aussi bien que le degré élevé de concurrence entre les grands pays européens, déjà évoqués, plaident en faveur de l'élimination de toute variation des taux de change, c'est-à-dire en faveur de la mise en place d'une monnaie unique européenne.

L'instauration de la monnaie unique permettra en effet de parachever le marché unique en supprimant les distorsions de concurrence dues au change, qui faussent et déstabilisent encore les flux commerciaux entre les pays européens. Dans des marchés globalisés, volatils, où les flux de capitaux exercent un effet considérable sur la formation du taux de change, seule une union monétaire forte comportant la fusion des monnaies des pays respectant les critères fixés dans le traité de Maastricht assurera définitivement la stabilité monétaire entre ces monnaies.

En élargissant l'analyse aux monnaies européennes qui n'auront pas rejoint l'Union et qui pourraient évoluer dans une forme de Système monétaire européen (SME) dont l'ancre serait la monnaie commune, on peut supposer que l'Europe pourrait mieux qu'aujourd'hui sinon échapper, du moins résister, au développement de crises monétaires spéculatives. La plupart du temps, celles-ci ne trouvent pas leur origine dans l'évolution des « fondamentaux » européens, mais sont dues à l'« importation » de situations d'instabilité régnant à l'extérieur du continent européen. Les désordres monétaires engendrés récemment par l'évolution du peso mexicain et la baisse du dollar et les implications qui en ont résulté pour les monnaies du mécanisme de change européen en donnent une illustration marquante.

L'Union monétaire conduira également au renforcement de l'efficacité des politiques économiques communes qui ont généralement pour objectifs d'assurer un certain niveau de vie aux populations les moins favorisées et de stabiliser les marchés : on a pu constater, à cet égard, lors des récentes crises, le handicap que constituaient les évolutions de change pour la mise en œuvre de la politique agricole commune.

Plus généralement, encore, l'Union monétaire facilitera la politique budgétaire de la Communauté, car la multiplicité des devises et la variabilité de leur taux de change compliquent les relations entre les budgets nationaux, qui sont établis en monnaie des pays membres, et le budget communautaire, qui est libellé en écus.

En définitive, la monnaie unique européenne, loin d'être la construction bureaucratique que certains se plaisent parfois à présenter, est le prolongement naturel de l'intégration économique, commerciale et financière de l'Europe, et elle représente le couronnement des efforts constants entrepris depuis la signature du traité de Rome.

## 2.2. *La réalisation de l'Union monétaire est un objectif réaliste*

La réalisation de l'Union monétaire de l'Europe prévue par le traité de Maastricht est non seulement nécessaire mais elle est également possible ; elle interviendra en 1997 si possible, ou en 1999 au plus tard.

Plusieurs facteurs favorables se conjuguent aujourd'hui qui permettent d'envisager la mise en place d'une telle union.

– Tout d'abord, il existe un accord général en Europe sur la nécessité de renforcer la stabilité des changes et de progresser vers l'Union monétaire. L'attitude adoptée par les autorités monétaires des principaux pays européens depuis l'élargissement des bandes de fluctuation, de 2,25 % à 15 %, intervenu à compter du 2 août 1993, fournit une illustration très claire du consensus qui règne à ce sujet en Europe : malgré l'assouplissement de la contrainte de change du SME, les pays européens participant au mécanisme de change européen n'ont pas remis en cause leurs orientations en faveur d'une plus grande stabilité monétaire et ont poursuivi des politiques monétaires prudentes et graduelles. Parlant des dépréciations de change récemment intervenues dans certains pays respectant les règles du mécanisme de change européen, il serait erroné et certainement abusif de considérer qu'elles sont le signe de politiques de « dévaluations compétitives ». Elles ont été subies, non provoquées par les États membres, et n'ont pas excédé le niveau requis par la résorption des différences de prix et de coûts intervenues entre les pays considérés et leurs partenaires européens. Pour autant, ces dépréciations montrent avec clarté l'enjeu politique, économique et monétaire que constitue le projet de monnaie unique.

– Autre élément qui paraît encourageant : il existe en Europe un très large consensus en faveur de la stabilité des prix. À ce jour, onze pays sur les quinze que compte l'Union respectent le critère de convergence des prix requis par le traité de Maastricht, c'est-à-dire que leur inflation n'excède pas de 1,5 point celle des trois pays les plus vertueux à cet égard.

– Le contexte économique général doit aussi être pris en considération : la reprise d'une croissance économique vigoureuse (plus de 3 % en moyenne en 1995 en Europe) donne plus d'aisance aux politiques macro-économiques et facilite les ajustements qui doivent être réalisés en matière budgétaire. Sur ce point, également, il existe un consensus en Europe quant à la nécessité de se conformer, le plus rapidement possible, aux exigences fixées par le traité de Maastricht en matière de déficit et d'endettement publics, car ces règles ne correspondent en définitive qu'à l'application de principes de saine gestion.

– Enfin, l'Institut monétaire européen, créé à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994 et installé à Francfort, abrite un énorme travail technique de préparation à la phase III qui marquera, en 1997 ou en 1999, l'entrée en Union monétaire. Harmonisation des instruments de la politique monétaire, des techniques de marché, des statistiques, préparation des futurs systèmes de paiement, des futurs systèmes informatiques, des futurs billets, sont activement traités en même temps que l'IME assure le rôle qui est le sien dans le domaine de la coordination des politiques monétaires nationales.

On affirme souvent que la construction monétaire européenne constitue un enjeu politique beaucoup plus qu'économique. Cette affirmation ne paraît pas conforme aux faits. D'abord parce que la préoccupation monétaire existe depuis les origines même du marché commun ; ensuite parce que l'intégration économique est d'ores et déjà réalisée en Europe. L'intégration monétaire accompagne et parachève l'intégration économique, elle ne la précède pas.

Il reste cependant que, comme il est normal dans toute démocratie, le principe de la fusion de la monnaie nationale dans une union plus vaste échappe à la décision des techniciens et reste entièrement entre les mains du pouvoir politique. Toutefois, le traité de Maastricht constitue désormais un élément incontournable ; de plus, la réalité économique plaide en faveur de l'Union, puisque les milieux d'affaires s'accordent largement pour réclamer l'instauration rapide de la monnaie unique.

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES AUX TROISIÈME ET QUATRIÈME TRIMESTRES DE 1994 ET SUR L'ENSEMBLE DE L'ANNÉE 1994

*Les résultats de l'enquête-titres pour les troisième et quatrième trimestres 1994 reflètent une détérioration des marchés financiers beaucoup plus atténuée qu'au premier semestre de l'année.*

Cependant, après une année 1993 excellente pour la Bourse, il apparaît que les marchés français, à l'instar des principales places européennes mais plus lourdement encore, se sont fortement dépréciés en 1994, notamment sous l'effet de la rechute du marché obligataire américain affecté lui-même par la remontée des taux d'intérêt.

*Le repli des cours des actions et des obligations* s'est répercuté négativement sur les performances des *titres d'OPCVM long terme*<sup>1</sup>. Toutefois, les comportements des souscripteurs de ces titres ont été très contrastés puisque l'on a enregistré une nette progression des souscriptions de *titres d'OPCVM actions et diversifiées* au premier semestre, alors que des dégagements importants ont été opérés sur les *titres d'OPCVM obligataires* essentiellement au second semestre.

*Les OPCVM monétaires* ont été les seuls à dégager des performances honorables tout au long de l'année 1994. L'érosion de ce type de placement s'est sensiblement ralentie par rapport à ce qu'elle avait été en 1993.

L'examen, sur l'année 1994, des comportements sectoriels, montre que :

- les désengagements des *ménages* vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires se sont poursuivis, mais à un rythme moins soutenu qu'en 1993. L'augmentation en volume du portefeuille d'actions des particuliers liée essentiellement aux privatisations (Elf Aquitaine, UAP et Renault), a représenté 6 % de celui-ci ;
- l'épargne investie en valeurs mobilières par les *sociétés* a progressé globalement de 3,1 % grâce, notamment, aux acquisitions d'obligations d'État ;
- à l'inverse, les *non-résidents* ont sensiblement allégé leur position en obligations françaises (– 34,5 %), particulièrement en obligations d'État ;
- les *entreprises d'assurance et caisses de retraite* ont augmenté leurs placements en dépit du contexte boursier défavorable, notamment au cours du dernier trimestre de l'année 1994 ;
- à l'inverse, les *OPCVM* ont réduit leurs placements obligataires de près de 14 %.

À la fin de l'année 1994, *les ménages restaient les premiers détenteurs de valeurs mobilières* (toutes catégories confondues) avec 30,1 % des portefeuilles analysés.

<sup>1</sup> Selon Europerformance

À la même date, on dénombrait dans l'enquête *14 millions de comptes-titres* (– 2,3 % par rapport à décembre 1993) dont environ *2,8 millions de PEA*.

*Le portefeuille moyen des ménages était de 137 000 francs*, contre 150 000 francs environ, un an plus tôt. Le montant moyen des PEA recensés dans l'enquête atteignait pour sa part 61 000 francs, contre 60 400 francs à fin décembre 1993.

*L'enquête de l'année 1994 a porté sur un échantillon considérablement élargi* comprenant, outre les établissements informateurs précédents<sup>1</sup>, trois banques importantes et la Caisse des dépôts et consignations. Comme les autres enquêtes, elle porte sur les opérations de la clientèle des banques à l'exclusion de celles que les établissements font pour leur propre compte.

L'échantillon couvrait, à fin décembre 1994, *57 % des actions françaises cotées*, *77 % des obligations françaises* et *74 % des titres d'OPCVM* (contre respectivement 41 %, 54 % et 67 % pour l'enquête précédente portant sur l'année 1993).

Les résultats sont présentés, pour ce qui concerne les titres d'OPCVM, selon la *nouvelle classification* mise en place par la Commission des opérations de bourse au 1<sup>er</sup> janvier 1994.

---

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

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

---

<sup>1</sup> Les plus grandes banques, cinq sociétés de bourse, La Poste et le Centre national des caisses d'épargne

## 1. Résultats globaux

### 1.1. Représentativité de l'enquête par rapport à la capitalisation boursière globale

<b>COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>					
	(en pourcentage)				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)					
Actions françaises cotées.....	56,8	57,8	59,7	57,4	57,3
Obligations françaises.....	80,9	79,9	78,7	78,5	76,8
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM					
Titres d'OPCVM français.....	73,8	72,8	73,1	73,3	74,3
OPCVM monétaires.....	79,3	79,9	78,6	79,1	80,6
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 1 <sup>er</sup> juin 1995					

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin décembre 1994 s'est légèrement améliorée par rapport à l'année précédente pour les actions françaises cotées et les titres d'OPCVM français (+ 0,5 point). En revanche, elle s'est réduite de 4,1 points pour les obligations françaises.

Ce dernier point s'explique par le fait que les portefeuilles des établissements de crédit ne sont repris que de façon partielle dans l'enquête alors que ce secteur a joué un rôle important dans les acquisitions des obligations d'État qui ont été cédées massivement par les non-résidents en 1994.

### 1.2. Importance relative des actions françaises cotées et des obligations françaises dans l'enquête d'une part, et dans la capitalisation boursière d'autre part

<b>STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE</b>					
	(en pourcentage)				
	Échantillon de l'enquête				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Actions françaises cotées.....	33,0	33,3	33,0	32,8	32,9
Obligations françaises.....	67,0	66,7	67,0	67,2	67,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Capitalisation boursière					
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Actions françaises cotées.....	41,1	40,8	39,4	40,0	39,7
Obligations françaises.....	58,9	59,2	60,6	60,0	60,3
<b>TOTAL</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 1 <sup>er</sup> juin 1995					

Comme pour les enquêtes 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 passé de 8,1 points à 6,8 points au cours de l'année 1994 mais reste cependant élevé. Certaines entreprises conservent et gèrent les actions qu'elles émettent au nominatif pur. Cela peut expliquer la sous-représentativité des actions cotées dans l'enquête en dépit de l'élargissement important de l'échantillon qui a été opéré à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1994.

### 1.3. Évolution des portefeuilles selon les catégories de titres

	ÉVOLUTION DES ENCOURS DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/	Décembre 1994/	Décembre 1994/
						Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1993
ACTIONS.....	1 858 081	1 864 064	1 772 522	1 727 819	1 720 741	- 2,5	- 0,4	- 7,4
Françaises cotées.....	1 529 824	1 504 389	1 418 730	1 383 017	1 384 687	- 2,5	0,1	- 9,5
Françaises non cotées.....	98 172	120 721	119 757	103 652	104 959	- 13,4	1,3	6,9
Étrangères .....	230 085	238 954	234 035	241 150	231 095	3,0	- 4,2	0,4
OBLIGATIONS.....	3 420 431	3 345 302	3 212 210	3 168 695	3 182 693	- 1,4	0,4	- 7,0
Françaises .....	3 112 822	3 013 777	2 880 644	2 836 412	2 818 616	- 1,5	- 0,6	- 9,5
Étrangères .....	307 609	331 525	331 566	332 283	364 077	0,2	9,6	18,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 107 180	2 120 557	2 065 226	2 054 832	1 979 541	- 0,5	- 3,7	- 6,1
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	986 590	984 891	968 128	985 055	936 387	1,7	- 4,9	- 5,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	586 447	588 160	555 103	531 915	511 314	- 4,2	- 3,9	- 12,8
OPCVM actions.....	178 529	179 898	173 092	167 878	166 069	- 3,0	- 1,1	- 7,0
OPCVM diversifiés.....	56 412	61 409	64 867	66 003	67 726	1,8	2,6	20,1
OPCVM garantis.....	56 875	57 523	53 420	53 414	47 561	- 0,0	- 11,0	- 16,4
Autres titres d'OPCVM .....	242 327	248 676	250 616	250 567	250 484	- 0,0	- 0,0	3,4
OPCVM monétaires.....	78 648	79 734	89 399	87 907	88 313	- 1,7	0,5	12,3
Autres titres d'OPCVM ..	163 679	168 942	161 217	162 660	162 171	0,9	- 0,3	- 0,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	36 026	39 966	38 927	40 442	45 975	3,9	13,7	27,6
<b>TOTAL.....</b>	<b>7 421 718</b>	<b>7 369 889</b>	<b>7 088 885</b>	<b>6 991 788</b>	<b>6 928 950</b>	<b>- 1,4</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 6,6</b>

Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse du trimestre, (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 au siège des sociétés.

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*Au cours du second semestre 1994, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a diminué de 2,3 % (−4,5 % au premier semestre et + 10,0 % pour la même période de 1993).*

Pour les valeurs françaises *actions et obligations*, la dégradation a été moins marquée au second semestre qu'au premier. Les portefeuilles en actions cotées et en obligations détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM ont perdu 3 % au cours des six derniers mois de l'année, contre 7 % au premier semestre.

Par ailleurs, l'encours des titres d'*OPCVM monétaires* s'est contracté de 3 % (contre 0,7 % au premier semestre) et les portefeuilles d'*OPCVM obligataires et titres de créances « maison »* ont perdu 7,9 %, contre 5,3 % au cours de la période précédente (– 4,1 %, contre – 3,0 % pour les *OPCVM actions « maison »*).

Les statistiques d'*Européformance* montrent qu'au second semestre 1994 la variation de l'encours global des Sicav a été négative comme au premier semestre mais dans des proportions beaucoup plus importantes (– 189,8 milliards de francs, contre – 56,2 milliards).

Les performances des *Sicav de trésorerie* (+ 26,5 milliards de francs) ont à peine atténué l'excédent considérable des rachats sur les souscriptions (– 144 milliards).

Les mauvaises performances des *autres Sicav*, ajoutées à l'importance des rachats qui ont notamment affecté les *Sicav obligataires*, ont provoqué une baisse des encours de l'ordre de 70 milliards de francs.

Toujours selon *Européformance*, l'encours des Sicav a diminué de 246 milliards en 1994. Les Sicav de trésorerie ont été les seules à offrir des résultats positifs (55 milliards de francs). Les *Sicav actions et diversifiées* ont, par ailleurs, enregistré des souscriptions nettes positives de l'ordre de 21 milliards de francs.

*En un an* (décembre 1993 à décembre 1994), la diminution des portefeuilles analysés dans l'enquête a atteint 6,6 % (environ 10 % pour les actions et les obligations françaises cotées et 6 % pour les titres d'OPCVM français). En 1993, sur un échantillon quelque peu différent, les portefeuilles avaient, à l'inverse, progressé d'à peu près 20 % (39 % pour les actions, 24 % pour les obligations et 10 % pour les titres d'OPCVM).

## STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES

(en pourcentage)

	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	20,6	20,4	20,0	19,8	20,0
Françaises non cotées.....	1,3	1,6	1,7	1,5	1,5
Étrangères .....	3,1	3,3	3,3	3,4	3,3
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises .....	41,9	40,9	40,6	40,6	40,7
Étrangères .....	4,1	4,5	4,7	4,7	5,2
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	13,3	13,4	13,7	14,1	13,5
OPCVM obligataires et titres de créances..	7,9	8,0	7,8	7,6	7,4
OPCVM actions.....	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
OPCVM diversifiés.....	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
OPCVM garantis.....	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3
Autres titres d'OPCVM .....	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

Les évolutions qui sont intervenues en 1994 ont modifié *la structure de l'ensemble des portefeuilles* par rapport à ce qu'elle était à fin décembre 1993 (– 0,6 point pour les actions françaises cotées et – 1,2 point pour les obligations françaises). Pour les titres d'OPCVM, la comparaison n'est valable qu'entre la fin du quatrième et la fin du premier trimestres dans la mesure où le changement de classification des titres d'OPCVM a conduit à appliquer au total des portefeuilles de titres d'OPCVM, détenus à fin 1993, la structure « nouvelle classification » connue seulement à partir de mars 1994. On observe simplement qu'à la fin de l'année 1994, par rapport à la fin du mois de mars, la structure des titres d'OPCVM ne s'est pratiquement pas modifiée.

### 1.4. Évolution des marchés selon les catégories de titres

<b>ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS, ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>								
<i>(capitalisation en milliards de francs)</i>								
	Capitalisation boursière (a)					Variation (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/ Juin 1994	Décembre 1994/ Septembre 1994	Décembre 1994/ Décembre 1994
	Actions françaises cotées.....	2 692	2 603	2 376	2 408	2 415	1,3	0,3
Obligations françaises.....	3 850	3 770	3 661	3 615	3 669	- 1,3	1,5	- 4,7
Titres d'OPCVM français (c)....	2 856	2 912	2 825	2 804	2 665	- 0,7	- 5,0	- 6,7
– OPCVM monétaires.....	1 344	1 333	1 346	1 356	1 272	0,7	- 6,2	- 5,4
Valeurs étrangères.....	-	-	-	-	-	-	-	-
Indices (en pourcentage) (b)								
Enquête-titres (en pourcentage)								
	Septembre 1994/ Juin 1994	Décembre 1994/ Septembre 1994	Décembre 1994/ Décembre 1994	Septembre 1994/ Juin 1994	Décembre 1994/ Septembre 1994	Décembre 1994/ Décembre 1994		
	Actions françaises cotées.....	- 0,1	- 1,3	- 17,0	- 2,5	0,1	- 9,5	
	Obligations françaises.....	- 4,7	- 0,3	- 15,3	- 1,5	- 0,6	- 9,5	
Titres d'OPCVM français (c) .....	-	-	-	- 0,5	- 3,7	- 6,1		
– OPCVM monétaires.....	-	-	-	1,5	- 4,5	- 3,8		
Valeurs étrangères.....	-	-	-	1,5	4,4	11,8		
(a) Sources COB et Sicovam (b) Indice INSEE pour les actions françaises et 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 1 <sup>er</sup> juin 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>.

<sup>1</sup> Souscriptions + achats – ventes, pour les actions

Souscriptions + achats – ventes – remboursements, pour les obligations

Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

Au second semestre 1994, la diminution des portefeuilles d'*actions cotées* dans l'enquête a été plus importante que celle de l'indice INSEE des cours boursiers (respectivement – 2,4 % et – 1,4 %). Le solde des transactions sur ces valeurs ne semble donc pas avoir été important. On observe, par ailleurs, une légère progression de la capitalisation boursière au cours de la même période (+ 1,6 %).

Pour les *obligations françaises*, l'enquête-titres fait apparaître une diminution des encours inférieure à celle de l'indice Crédit lyonnais (respectivement – 2,2 % et – 5,0 %). Le volume des acquisitions nettes a donc été significatif. L'évolution des obligations dans l'enquête est à rapprocher également de celle de la capitalisation boursière (– 2,2 % et 0,2 %).

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* recensés dans l'enquête a diminué de 4,1 %, contre 5,7 % pour l'actif net de ces organismes<sup>1</sup> (– 3,1 %, contre – 5,5 % pour les *titres d'OPCVM monétaires*).

On observe enfin une évolution positive des *valeurs étrangères* dans l'enquête au *second semestre* (environ 6 %).

Sur l'ensemble de l'exercice 1994, la capitalisation boursière des *actions cotées* a diminué de 10,3 % sous l'effet de la baisse des cours ; l'évolution de l'enquête-titres apparaît du même ordre (– 9,5 %).

Dans un climat défavorable de remontée des taux longs, le marché obligataire est resté orienté à la baisse tout au long de l'année 1994. La diminution des portefeuilles d'*obligations françaises* dans l'enquête apparaît plus importante que celle de la capitalisation boursière (– 9,5 %, contre – 4,7 %).

La contraction des *titres d'OPCVM français* est semblable à celle de l'actif net de ces organismes (– 6,1 % et – 6,7 %). Le repli observé sur les *portefeuilles de titres monétaires* est cependant inférieur de 1,6 point à celui de l'actif net.

Les portefeuilles en *valeurs étrangères* de l'enquête ont augmenté de près de 12 % au cours de l'année 1994.

## 2. Répartition des valeurs selon les groupes de porteurs

### 2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

Au second semestre 1994, la diminution globale des portefeuilles (– 2,3 %) résulte de la contraction plus ou moins importante de ceux des différents secteurs à l'exception des entreprises d'assurance et caisses de retraite et des administrations publiques, dont les encours ont progressé de 6 % et 7 % environ. La diminution la plus forte revient aux non-résidents (– 6,1 %) dont le portefeuille s'était déjà réduit de 12,4 % au cours du premier semestre.

<sup>1</sup> Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

## Le portefeuille des ménages

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre – variation en pourcentage)								
	Encours					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/Juin 1994	Décembre 1994/Septembre 1994	Décembre 1994/Décembre 1993
ACTIONS.....	400 560	389 903	372 099	368 424	365 106	- 1,0	- 0,9	- 8,9
Françaises cotées.....	317 491	308 096	291 279	286 708	283 572	- 1,6	- 1,1	- 10,7
Françaises non cotées.....	30 161	30 713	31 519	31 659	32 705	0,4	3,3	8,4
Étrangères .....	52 908	51 094	49 301	50 057	48 829	1,5	- 2,5	- 7,7
OBLIGATIONS.....	530 947	507 359	485 189	484 620	488 550	- 0,1	0,8	- 8,0
Françaises.....	518 209	495 040	473 526	470 385	476 572	- 0,7	1,3	- 8,0
Étrangères .....	12 738	12 319	11 663	14 235	11 978	22,1	- 15,9	- 6,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	1 200 979	1 185 783	1 124 843	1 113 558	1 033 955	- 1,0	- 7,1	- 13,9
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	479 481	467 654	448 373	452 690	406 038	1,0	- 10,3	- 15,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	464 954	459 776	431 293	415 936	395 765	- 3,6	- 4,8	- 14,9
OPCVM actions .....	143 402	140 688	133 584	130 521	128 247	- 2,3	- 1,7	- 10,6
OPCVM diversifiés.....	25 645	25 591	26 539	26 603	25 986	0,2	- 2,3	1,3
OPCVM garantis.....	53 285	53 631	49 094	50 164	43 730	2,2	- 12,8	- 17,9
Autres titres d'OPCVM.....	34 212	38 443	35 960	37 644	34 189	4,7	- 9,2	- 0,1
OPCVM monétaires.....	8 178	9 189	8 873	9 002	8 566	1,5	- 4,8	4,7
Autres titres d'OPCVM..	26 034	29 254	27 087	28 642	25 623	5,7	- 10,5	- 1,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	22 894	24 430	23 615	24 238	29 807	2,6	23,0	30,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>2 155 380</b>	<b>2 107 475</b>	<b>2 005 746</b>	<b>1 990 840</b>	<b>1 917 418</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 3,7</b>	<b>- 11,0</b>

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

Le portefeuille des ménages a diminué de 4,4 % au *second semestre*, contre 6,9 % au cours de la période précédente. Les évolutions au niveau des différentes valeurs ont été toutefois très différentes.

Les *actions françaises cotées* ont diminué de 2,6 % (contre 8,3 % au cours des six premiers mois de l'année). À l'inverse, les *obligations françaises* ont légèrement progressé (+ 0,6 %, contre – 8,6 % au premier semestre). On observe que les *portefeuilles en titres d'OPCVM français* se sont contractés un peu plus fortement au second semestre (– 8,1 %, contre – 6,3 %). Il est possible qu'un certain nombre de personnes physiques aient préféré les rendements garantis offerts par les obligations détenues en direct aux performances plus aléatoires de la gestion collective.

Le repli observé sur les *titres d'OPCVM monétaires* à partir du milieu de l'année 1993 s'est poursuivi tout au long de 1994 (– 6,2 % au premier semestre et – 9,3 % au second semestre) en raison des rachats intervenus principalement au cours du dernier mois de l'année.

Les rachats sont également à l'origine de la baisse des encours de *titres d'OPCVM obligataires*, qui représentent, comme les OPCVM monétaires, environ 40 % des portefeuilles de titres d'OPCVM détenus par les ménages (– 7,2 % et – 8,2 % pour les deux semestres de 1994).

Les *titres d'OPCVM actions* ont perdu 4,0 % de leur valeur au second semestre (contre 6,8 % au premier semestre).

*Au cours des six derniers mois de l'année 1994, corrigés des indices des cours, les portefeuilles d'actions françaises des ménages se sont contractés de 1,2 % en dépit de l'offre publique de vente lancée en novembre par la Société Renault et qui a porté sur un montant de 8 milliards de francs. Les portefeuilles d'obligations françaises ont progressé de 6 % environ.*

*Au cours de l'année 1994, le portefeuille des ménages, qui représente 30 % des valeurs couvertes par l'enquête, a diminué de 11 %. Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'obligations et d'actions françaises cotées ont progressé respectivement de 7 % et 6 %. Pour ces dernières, cette évolution découle notamment des souscriptions des personnes physiques aux opérations de privatisation proposées en février, avril et novembre 1994 pour les sociétés Elf Aquitaine, UAP et Renault pour un montant total de 62 milliards de francs.*

En un an, les titres d'OPCVM français détenus par les ménages ont été réduits de 14 %, toutes les catégories d'OPCVM, à l'exception des diversifiés, ayant été affectées à peu près dans les mêmes proportions.

En 1993, selon l'enquête publiée, la progression de ces valeurs avait atteint 3,5 %.

*Dans le portefeuille des ménages, le PEA bancaire représentait 169,5 milliards de francs à fin décembre 1994 (sur une collecte totale hors liquidités de 183,7 milliards environ<sup>1</sup>).*

STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA au 31 décembre 1994					
	Encours des portefeuilles-titres		Encours des PEA		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (en pourcentage)
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions.....	316 277	34,3	59 490	35,1	18,8
Obligations .....	476 572	51,8	41 186	24,3	8,6
Titres d'OPCVM actions.....	128 247	13,9	68 816	40,6	53,7
<b>TOTAL.....</b>	<b>921 096</b>	<b>100,0</b>	<b>169 492</b>	<b>100,0</b>	<b>18,4</b>

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

Il ressort du tableau précédent que dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM actions est nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 20 points) et que l'inverse est observé dans les PEA (écart de 5,5 points au bénéfice des OPCVM actions).

<sup>1</sup> Données de la direction du Trésor sur le montant total des PEA bancaires à fin décembre 1994

On remarque, par ailleurs, que l'importance relative des titres gérés sous dossier PEA est trois fois plus grande, pour les titres d'OPCVM actions que pour les actions gérées en direct (respectivement 54 % et 19 %).

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES

(en pourcentage)

	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	14,7	14,6	14,5	14,4	14,8
Françaises non cotées.....	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
Étrangères .....	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises .....	24,0	23,5	23,6	23,6	24,9
Étrangères .....	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	22,2	22,2	22,4	22,8	21,2
OPCVM obligataires et titres de créances..	21,6	21,8	21,5	20,9	20,6
OPCVM actions.....	6,6	6,7	6,7	6,6	6,7
OPCVM diversifiés.....	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
OPCVM garantis.....	2,5	2,5	2,4	2,5	2,3
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4
Autres titres d'OPCVM .....	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

La structure des portefeuilles des ménages a subi quelques modifications au cours de l'année 1994. Celles-ci ont concerné les titres d'OPCVM monétaires et obligataires dont la part relative a diminué de 1 point, notamment au profit des obligations françaises.

## Les portefeuilles des sociétés

## ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS

(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre – variation en pourcentage)

	Encours					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/Juin 1994	Décembre 1994/Septembre 1994	Décembre 1994/Décembre 1993
ACTIONS.....	338 854	352 962	341 437	325 404	303 301	- 4,7	- 6,8	- 10,5
Françaises cotées.....	242 191	244 760	233 077	229 543	209 817	- 1,5	- 8,6	- 13,4
Françaises non cotées.....	43 313	53 926	52 898	38 010	38 198	- 28,1	0,5	- 11,8
Étrangères .....	53 350	54 276	55 462	57 851	55 286	4,3	- 4,4	3,6
OBLIGATIONS.....	143 884	173 902	173 108	182 550	194 688	5,5	6,6	35,3
Françaises.....	128 123	158 060	156 251	167 443	176 565	7,2	5,4	37,8
Étrangères .....	15 761	15 842	16 857	15 107	18 123	- 10,4	20,0	15,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	341 398	364 305	359 517	364 548	351 069	1,4	- 3,7	2,8
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	259 629	275 953	276 535	282 162	275 194	2,0	- 2,5	6,0
OPCVM obligataires et titres de créances.....	38 126	42 010	37 214	35 585	31 018	- 4,4	- 12,8	- 18,6
OPCVM actions.....	5 444	6 543	6 705	6 066	5 616	- 9,5	- 7,4	3,2
OPCVM diversifiés.....	5 380	6 311	7 842	9 209	8 571	17,4	- 6,9	59,3
OPCVM garantis.....	763	922	1 259	1 515	1 911	20,3	26,1	150,5
Autres titres d'OPCVM.....	32 056	32 566	29 962	30 011	28 759	0,2	- 4,2	- 10,3
OPCVM monétaires.....	14 393	14 622	15 363	15 511	14 430	1,0	- 7,0	0,3
Autres titres d'OPCVM..	17 663	17 944	14 599	14 500	14 329	- 0,7	- 1,2	- 18,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	4 407	5 638	5 511	5 971	5 571	8,3	- 6,7	26,4
<b>TOTAL.....</b>	<b>828 543</b>	<b>896 807</b>	<b>879 573</b>	<b>878 473</b>	<b>854 629</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 2,7</b>	<b>3,1</b>

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*Les portefeuilles des sociétés*, en hausse au premier semestre de 6,2 % grâce à la progression des obligations et des titres d'OPCVM monétaires, dont les contributions avait atteint respectivement 3,4 points et 2,2 points, ont subi une évolution nettement moins favorable au *second semestre* (- 2,8 %).

La valeur de toutes les composantes des portefeuilles a diminué à l'exception de celle des *obligations françaises* qui, corrigée de l'évolution négative des indices a progressé de 18 % en volume principalement au détriment des *actions cotées* (- 8,6 % hors moins-values).

Pour la première fois, l'encours des *titres d'OPCVM monétaires* s'est légèrement contracté (- 0,8 %).

*Au cours de l'année 1994*, les portefeuilles des sociétés (13,4 % des valeurs de l'enquête) ont progressé de 3,1 %. Les obligations françaises et les titres d'OPCVM monétaires ont contribué à hauteur, respectivement, de 5,8 points et 1,8 point à l'augmentation des encours. Hors moins-values, les portefeuilles d'actions cotées ont diminué de 3,6 % alors que les portefeuilles d'obligations françaises ont progressé de manière spectaculaire (+ 53,1 %).

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS</b>					
	(en pourcentage)				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	29,2	27,3	26,5	26,1	24,5
Françaises non cotées.....	5,2	6,0	6,0	4,3	4,5
Étrangères .....	6,5	6,1	6,3	6,6	6,5
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises .....	15,5	17,6	17,8	19,1	20,6
Étrangères .....	1,9	1,8	1,9	1,7	2,1
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	31,3	30,8	31,4	32,1	32,2
OPCVM obligataires et titres de créances..	4,6	4,7	4,2	4,0	3,6
OPCVM actions.....	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
OPCVM diversifiés.....	0,7	0,7	0,9	1,0	1,0
OPCVM garantis.....	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	1,7	1,6	1,8	1,8	1,7
Autres titres d'OPCVM .....	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

La structure des portefeuilles des sociétés a subi des modifications relativement importantes au cours de l'année 1994.

La part relative en obligations françaises a augmenté de 5,2 points, essentiellement au détriment des actions cotées (- 4,6 points) et des titres d'OPCVM obligataires (- 1 point).

## Les portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite

## ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE ET CAISSES DE RETRAITE

(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre – variation en pourcentage)

	Encours					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/ Juin 1994	Décembre 1994/ Septembre 1994	Décembre 1994/ Décembre 1993
ACTIONS.....	149 004	146 516	140 461	137 400	150 502	- 2,2	+ 9,5	+ 1,0
Françaises cotées.....	129 071	128 148	122 178	119 517	134 129	- 2,2	12,2	3,9
Françaises non cotées.....	1 600	1 639	1 510	1 242	989	- 17,7	- 20,4	- 38,2
Étrangères .....	18 333	16 729	16 773	16 641	15 384	- 0,8	- 7,6	- 16,1
OBLIGATIONS.....	903 675	887 769	900 135	897 409	953 784	- 0,3	6,3	5,5
Françaises.....	828 315	800 481	800 497	789 953	835 437	- 1,3	5,8	0,9
Étrangères .....	75 360	87 288	99 638	107 456	118 347	7,8	10,1	57,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	251 270	242 708	250 276	250 215	259 301	- 0,0	3,6	3,2
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	73 544	66 010	65 476	71 302	73 172	8,9	2,6	- 0,5
OPCVM obligataires et titres de créances.....	43 954	42 019	44 940	42 451	44 940	- 5,5	5,9	2,2
OPCVM actions.....	24 991	25 136	25 572	24 440	25 160	- 4,4	2,9	0,7
OPCVM diversifiés.....	22 582	23 897	23 963	23 710	23 697	- 1,1	- 0,1	4,9
OPCVM garantis.....	801	670	723	105	438	- 85,5	317,1	- 45,3
Autres titres d'OPCVM.....	85 398	84 976	89 602	88 207	91 894	- 1,6	4,2	7,6
OPCVM monétaires.....	24 558	24 437	26 592	25 560	28 402	- 3,9	11,1	15,7
Autres titres d'OPCVM...	60 840	60 539	63 010	62 647	63 492	- 0,6	1,3	4,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	2 276	2 882	2 801	3 084	3 005	10,1	- 2,6	32,0
<b>TOTAL.....</b>	<b>1 306 225</b>	<b>1 279 875</b>	<b>1 293 673</b>	<b>1 288 108</b>	<b>1 366 592</b>	<b>- 0,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,6</b>

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*Les portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite ont progressé notablement au second semestre 1994 (+ 5,6 points) après avoir légèrement diminué au cours de la période précédente (- 1 %).*

Ainsi, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'*obligations françaises* ont progressé de plus de 9 % et les portefeuilles d'*actions cotées* de plus de 11 %. Ces chiffres reflètent l'importance des fonds collectés par les sociétés d'assurance (principalement au titre de l'assurance-vie), que ces dernières n'ont pas hésité à investir en titres à long terme, en dépit de la mauvaise orientation de la Bourse.

On observe par ailleurs que l'encours des titres d'*OPCVM monétaires*, qui avait fléchi en mars 1994, a légèrement dépassé à fin décembre 1994 son niveau de l'année précédente.

*Au cours de l'année 1994, les portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (21,4 % des valeurs de l'enquête) affichent une hausse de 4,6 %, à laquelle les obligations étrangères ont contribué à hauteur de 3,3 %. En volume, les actions françaises cotées ont augmenté de 21,0 % et les obligations françaises de 16,2 %.*

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE ET CAISSES DE RETRAITE</b>					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	9,9	10,0	9,4	9,3	9,8
Françaises non cotées.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Étrangères .....	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises .....	63,4	62,5	61,9	61,3	61,1
Étrangères .....	5,8	6,8	7,7	8,4	8,7
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	5,6	5,2	5,1	5,5	5,4
OPCVM obligataires et titres de créances..	3,4	3,3	3,5	3,3	3,3
OPCVM actions.....	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8
OPCVM diversifiés.....	1,7	1,9	1,8	1,8	1,7
OPCVM garantis.....	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1
Autres titres d'OPCVM .....	4,6	4,7	4,9	4,9	4,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

*La structure des portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite a subi des modifications relativement importantes au niveau des obligations françaises et étrangères. Les premières ont ainsi perdu 2,3 points de détention au profit des secondes (+ 2,9 points).*

## Les portefeuilles des associations et groupements divers

**ENCOURS DES PORTEFEUILLES  
DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS**

*(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre – en pourcentage)*

	Encours					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/ Juin 1994	Décembre 1994/ Septembre 1994	Décembre 1994/ Décembre 1993
ACTIONS.....	7 915	8 138	8 198	7 964	8 098	- 2,8	+ 1,7	+ 2,3
Françaises cotées.....	6 146	6 294	6 410	6 107	6 241	- 4,7	2,2	1,5
Françaises non cotées.....	725	757	735	782	784	6,4	0,3	8,1
Étrangères .....	1 044	1 087	1 053	1 075	1 073	2,1	- 0,2	2,8
OBLIGATIONS.....	20 584	21 310	21 488	24 081	22 942	12,1	- 4,7	11,5
Françaises.....	19 553	20 158	20 342	22 668	21 775	11,4	- 3,9	11,4
Étrangères .....	1 031	1 152	1 146	1 413	1 167	23,3	- 17,4	13,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	73 647	81 206	81 150	79 858	76 198	- 1,6	- 4,6	3,5
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	53 499	53 037	55 026	54 989	53 343	- 0,1	- 3,0	- 0,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	12 633	15 655	14 686	13 721	11 806	- 6,6	- 14,0	- 6,5
OPCVM actions.....	815	1 596	1 515	1 392	1 304	- 8,1	- 6,3	60,0
OPCVM diversifiés.....	431	903	1 232	1 119	1 437	- 9,2	28,4	233,4
OPCVM garantis.....	89	168	183	239	253	30,6	5,9	184,3
Autres titres d'OPCVM.....	6 180	9 847	8 508	8 398	8 055	- 1,3	- 4,1	30,3
OPCVM monétaires.....	2 659	4 236	4 898	4 519	4 907	- 7,7	8,6	84,5
Autres titres d'OPCVM...	3 521	5 611	3 610	3 879	3 148	7,5	- 18,8	- 10,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	153	190	184	202	245	9,8	21,3	60,1
<b>TOTAL.....</b>	<b>102 299</b>	<b>110 844</b>	<b>111 020</b>	<b>112 105</b>	<b>107 483</b>	<b>1,0</b>	<b>- 4,1</b>	<b>5,1</b>

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*Les portefeuilles des associations et groupements divers* ont évolué négativement au *second semestre* de l'année 1994 (- 3,2 %) après avoir montré une excellente progression au cours du premier semestre

(+ 8,5 %).

L'augmentation des portefeuilles en *obligations* (+ 7,0 %) n'a pas compensé le repli de l'encours des titres d'*OPCVM monétaires* (3,0 %) et surtout *obligataires* (19,6 %).

*Au cours de l'année 1994*, les portefeuilles des associations et groupements divers (1,7 % des valeurs de l'enquête) ont augmenté de 5,1 %. Les obligations françaises et les titres d'*OPCVM monétaires* ont contribué à cette hausse dans des proportions à peu près équivalentes.



## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS

	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	6,0	5,7	5,8	5,4	5,8
Françaises non cotées.....	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Étrangères .....	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	19,1	18,2	18,3	20,2	20,3
Étrangères .....	1,0	1,0	1,0	1,3	1,1
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	52,3	47,8	49,6	49,1	49,6
OPCVM obligataires et titres de créances..	12,4	14,1	13,2	12,2	11,0
OPCVM actions.....	0,8	1,4	1,4	1,2	1,2
OPCVM diversifiés.....	0,4	0,8	1,1	1,0	1,4
OPCVM garantis.....	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	2,6	3,8	4,4	4,0	4,6
Autres titres d'OPCVM.....	3,4	5,1	3,2	3,5	2,9
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

*La structure des portefeuilles des associations et groupements divers n'a pas subi de grands changements au cours de l'année 1994.*

On notera que la part relative des *obligations françaises* a gagné 1,2 point, notamment au détriment de celle des *titres d'OPCVM monétaires* (- 0,7 point).

## Les portefeuilles des administrations publiques

	ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES					Variation		
	Encours					Septembre 1994/Juin 1994	Décembre 1994/Septembre 1994	Décembre 1994/Décembre 1993
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994			
ACTIONS .....	104 338	94 899	60 567	56 343	70 940	- 7,0	+ 25,9	- 32,0
Françaises cotées.....	104 147	94 742	60 425	56 186	70 784	- 7,0	26,0	- 32,0
Françaises non cotées.....	33	7	1	3	7	200,0	133,3	- 78,8
Étrangères .....	158	150	141	154	149	9,2	- 3,2	- 5,7
OBLIGATIONS.....	37 885	29 818	29 327	30 237	31 021	3,1	2,6	- 18,1
Françaises .....	36 652	28 491	27 936	28 784	29 638	3,0	3,0	- 19,1
Étrangères .....	1 233	1 327	1 391	1 453	1 383	4,5	- 4,8	12,2
TITRES D'OPCVM								
FRANÇAIS.....	27 456	27 729	30 874	32 493	27 624	5,2	- 15,0	0,6
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	10 364	11 083	11 517	12 794	11 037	11,1	- 13,7	6,5
OPCVM obligataires et titres de créances.....	2 868	3 167	2 991	2 542	2 552	- 15,0	0,4	- 11,0
OPCVM actions.....	516	1 034	1 016	950	973	- 6,5	2,4	88,6
OPCVM diversifiés.....	338	446	501	518	818	3,4	57,9	142,0
OPCVM garantis.....	501	605	666	721	799	8,3	10,8	59,5
Autres titres d'OPCVM .....	12 869	11 394	14 183	14 968	11 445	5,5	- 23,5	- 11,1
OPCVM monétaires.....	7 363	6 519	9 394	10 364	6 752	10,3	- 34,9	- 8,3
Autres titres d'OPCVM ..	5 506	4 875	4 789	4 604	4 693	- 3,9	1,9	- 14,8
TITRES D'OPCVM								
ÉTRANGERS.....	5	3	2	2	2	0,0	0,0	- 60,0
<b>TOTAL.....</b>	<b>169 684</b>	<b>152 449</b>	<b>120 770</b>	<b>119 075</b>	<b>129 587</b>	<b>- 1,4</b>	<b>8,8</b>	<b>- 23,6</b>

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*Les portefeuilles des administrations publiques* ont progressé de 7,3 % au second semestre (contre une diminution de près de 29 % sur les six premiers mois de l'année).

La progression *des actions et des obligations françaises cotées* (+ 18,5 % et + 11,1 % en volume) a largement compensé la diminution des encours en *titres d'OPCVM français* (- 10,5 %), essentiellement des titres monétaires.

*Au cours de l'année 1994, les portefeuilles des administrations publiques* (2 % des valeurs de l'enquête) ont diminué de 23,6 %. La composante actions cotées a subi la plus forte baisse (- 32 %) et - 19 % pour les obligations françaises. Les titres d'OPCVM français, à l'inverse, ont progressé de 0,6 %. On observe qu'en un an l'encours des titres d'OPCVM actions, diversifiés et garantis a pratiquement doublé.

**STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**

(en pourcentage)

	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	61,4	62,1	50,0	47,2	54,6
Françaises non cotées.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Étrangères .....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	21,6	18,7	23,1	24,2	22,9
Étrangères .....	0,7	0,9	1,2	1,2	1,1
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	6,1	7,2	9,5	10,8	8,5
OPCVM obligataires et titres de créances..	1,7	2,1	2,5	2,1	2,0
OPCVM actions.....	0,3	0,7	0,8	0,8	0,8
OPCVM diversifiés.....	0,2	0,3	0,4	0,4	0,6
OPCVM garantis.....	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	4,3	4,3	7,8	8,7	5,2
Autres titres d'OPCVM.....	3,3	3,2	4,0	3,9	3,6
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

À fin décembre 1994, la *structure des portefeuilles des administrations publiques* apparaît très différente de ce qu'elle était un an auparavant. La part relative en actions françaises cotées s'est réduite de près de 7 points, notamment au profit des obligations françaises (+ 1,3 point) et des titres d'OPCVM monétaires (+ 3,3 points).

## Les portefeuilles des non-résidents

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS								
	Encours					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/Juin 1994	Décembre 1994/Septembre 1994	Décembre 1994/Décembre 1993
ACTIONS .....	448 060	443 252	437 462	432 223	431 261	- 1,2	- 0,2	- 3,7
Françaises cotées.....	430 147	424 053	419 749	414 286	413 350	- 1,3	- 0,2	- 3,9
Françaises non cotées.....	1 245	1 406	1 573	1 560	1 677	- 0,8	7,5	34,7
Étrangères .....	16 668	17 793	16 140	16 377	16 234	1,5	- 0,9	- 2,6
OBLIGATIONS.....	559 421	503 000	442 175	430 554	394 657	- 2,6	- 8,3	- 29,5
Françaises .....	501 790	440 746	387 103	373 579	328 797	- 3,5	- 12,0	- 34,5
Étrangères .....	57 631	62 254	55 072	56 975	65 860	3,5	15,6	14,3
TITRES D'OPCVM								
FRANÇAIS.....	18 126	18 638	18 206	17 337	17 500	- 4,8	0,9	- 3,5
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	8 120	7 945	8 085	7 615	8 494	- 5,8	11,5	4,6
OPCVM obligataires et titres de créances.....	6 290	6 501	5 525	3 619	3 289	- 34,5	- 9,1	- 47,7
OPCVM actions.....	992	1 039	1 039	935	961	- 10,0	2,8	- 3,1
OPCVM diversifiés.....	590	542	553	852	893	54,1	4,8	51,4
OPCVM garantis.....	37	36	9	62	76	588,9	22,6	105,4
Autres titres d'OPCVM .....	2 097	2 575	2 995	4 254	3 787	42,0	- 11,0	80,6
OPCVM monétaires.....	625	768	611	1 067	1 011	74,6	- 5,2	61,8
Autres titres d'OPCVM .....	1 472	1 807	2 384	3 187	2 776	33,7	- 12,9	88,6
TITRES D'OPCVM								
ÉTRANGERS.....	1 330	1 832	1 493	1 372	1 352	- 8,1	- 1,5	1,7
<b>TOTAL.....</b>	<b>1 026 937</b>	<b>966 722</b>	<b>899 336</b>	<b>881 486</b>	<b>844 770</b>	<b>- 2,0</b>	<b>- 4,2</b>	<b>- 17,7</b>

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*Les portefeuilles des non-résidents* recensés dans l'enquête se sont contractés de 6,1 % au *second semestre 1994* après avoir connu un repli deux fois plus important au cours des six premiers mois de l'année (- 12,4 %). Corrigés de l'évolution des indices de cours, les encours d'actions françaises sont restés inchangés à fin décembre 1994 par rapport à fin juin 1994, alors que les encours d'obligations françaises, dans le prolongement du mouvement amorcé précédemment, se sont contractés de près de 10 %.

*Au cours de l'année 1994*, les portefeuilles des non-résidents (13,2 % des valeurs de l'enquête) ont diminué de 17,7 % en valeur. On observe que les non-résidents ont cédé près de 20 % (- 19,2 %) du volume de leurs obligations aux secteurs résidents.

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS</b>					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	41,9	43,9	46,7	47,0	49,0
Françaises non cotées.....	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Étrangères .....	1,6	1,8	1,8	1,8	1,9
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	48,9	45,6	43,0	42,4	38,9
Étrangères .....	5,6	6,4	6,1	6,5	7,8
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
OPCVM obligataires et titres de créances..	0,6	0,7	0,6	0,4	0,4
OPCVM actions.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
OPCVM diversifiés.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres titres d'OPCVM.....	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

*La structure des portefeuilles des non-résidents s'est profondément modifiée au cours de l'année 1994. La part relative en actions françaises cotées a progressé de 7 points ainsi que celle des obligations étrangères (+ 2,2 points), au détriment des obligations françaises (- 10 points).*

## Les portefeuilles des établissements de crédit et assimilés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS								
	Encours					Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/ Juin 1994	Décembre 1994/ Septembre 1994	Décembre 1994/ Décembre 1993
ACTIONS.....	156 373	174 054	160 958	157 119	149 874	- 2,4	- 4,6	- 4,2
Françaises cotées.....	112 930	113 551	102 402	98 915	91 115	- 3,4	- 7,9	- 19,3
Françaises non cotées.....	17 801	28 969	28 430	27 335	27 595	- 3,9	1,0	55,0
Étrangères .....	25 642	31 534	30 126	30 869	31 164	2,5	1,0	21,5
OBLIGATIONS.....	273 731	282 857	261 141	256 839	265 397	- 1,6	3,3	- 3,0
Françaises .....	203 336	211 130	191 932	187 002	195 705	- 2,6	4,7	- 3,8
Étrangères .....	70 395	71 727	69 209	69 837	69 692	0,9	- 0,2	- 1,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	121 296	128 070	124 723	121 866	133 592	- 2,3	9,6	10,1
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	61 881	64 220	63 213	61 687	65 024	- 2,4	5,4	5,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	13 356	14 506	14 117	13 760	17 568	- 2,5	27,7	31,5
OPCVM actions.....	359	973	1 007	1 107	1 225	9,9	10,7	241,2
OPCVM diversifiés.....	1 018	3 150	3 527	3 236	4 753	- 8,3	46,9	366,9
OPCVM garantis.....	351	174	185	75	80	- 59,5	6,7	- 77,2
Autres titres d'OPCVM .....	44 331	45 047	42 674	42 001	44 942	- 1,6	7,0	1,4
OPCVM monétaires.....	3 068	3 118	3 298	3 074	2 991	- 6,8	- 2,7	- 2,5
Autres titres d'OPCVM ..	41 263	41 929	39 376	38 927	41 951	- 1,1	7,8	1,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	3 651	3 702	3 048	3 018	2 893	- 1,0	- 4,1	- 20,8
<b>TOTAL.....</b>	<b>555 051</b>	<b>588 683</b>	<b>549 870</b>	<b>538 842</b>	<b>551 756</b>	<b>- 2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>- 0,6</b>

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

Les résultats du tableau précédent ne représentent que de façon partielle l'évolution du portefeuille des établissements de crédit dans la mesure où les portefeuilles propres de ces établissements ne sont recensés dans l'enquête que lorsqu'ils sont gérés par d'autres organismes.

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS

(en pourcentage)

	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	20,3	19,3	18,6	18,3	16,5
Françaises non cotées.....	3,2	4,9	5,2	5,1	5,0
Étrangères .....	4,6	5,4	5,5	5,7	5,7
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	36,6	35,9	34,9	34,7	35,5
Étrangères .....	12,7	12,2	12,6	13,0	12,6
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	11,1	10,9	11,5	11,4	11,8
OPCVM obligataires et titres de créances..	2,4	2,5	2,6	2,6	3,2
OPCVM actions.....	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	0,2	0,5	0,6	0,6	0,9
OPCVM garantis.....	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
Autres titres d'OPCVM.....	7,4	7,1	7,2	7,2	7,6
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

Les résultats du tableau précédent ne représentent que de façon partielle *la structure du portefeuille des établissements de crédit* dans la mesure où les portefeuilles propres de ces établissements ne sont recensés dans l'enquête que lorsqu'ils sont gérés par d'autres organismes.

**Les portefeuilles des OPCVM**

	<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES OPCVM</b>						Variation		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Septembre 1994/ Juin 1994			
						Encours			
<b>ACTIONS</b> .....	252 977	254 340	251 340	242 942	241 659	- 3,3	- 0,5	- 4,5	
Françaises cotées.....	187 701	184 745	183 210	171 755	175 679	- 6,3	2,3	- 6,4	
Françaises non cotées.....	3 294	3 304	3 091	3 061	3 004	- 1,0	- 1,9	- 8,8	
Étrangères .....	61 982	66 291	65 039	68 126	62 976	4,7	- 7,6	1,6	
<b>OBLIGATIONS</b> .....	950 304	939 287	899 647	862 405	831 654	- 4,1	- 3,6	- 12,5	
Françaises .....	876 844	859 671	823 057	796 598	754 127	- 3,2	- 5,3	- 14,0	
Étrangères .....	73 460	79 616	76 590	65 807	77 527	- 14,1	17,8	5,5	
<b>TITRES D'OPCVM</b>									
<b>FRANÇAIS</b> .....	73 008	72 118	75 637	74 957	80 302	- 0,9	7,1	10,0	
<i>OPCVM « maison »</i>									
OPCVM monétaires.....	40 072	38 989	39 903	41 816	44 085	4,8	5,4	10,0	
OPCVM obligataires et titres de créances.....	4 266	4 526	4 337	4 301	4 376	- 0,8	1,7	2,6	
OPCVM actions.....	2 010	2 889	2 654	2 467	2 583	- 7,0	4,	28,5	
OPCVM diversifiés.....	428	569	710	756	1 571	6,5	107,8	267,1	
OPCVM garantis.....	1 048	1 317	1 301	533	274	- 59,0	- 48,6	- 73,9	
<i>Autres titres d'OPCVM</i> .....	25 184	23 828	26 732	25 084	27 413	- 6,2	9,3	8,9	
OPCVM monétaires.....	17 804	16 845	20 370	18 810	21 254	- 7,7	13,0	19,4	
Autres titres d'OPCVM ..	7 380	6 983	6 362	6 274	6 159	- 1,4	- 1,8	- 16,5	
<b>TITRES D'OPCVM</b>									
<b>ÉTRANGERS</b> .....	1 310	1 289	2 273	2 555	3 100	12,4	21,3	136,6	
<b>TOTAL</b> .....	<b>1 277 599</b>	<b>1 267 034</b>	<b>1 228 897</b>	<b>1 182 859</b>	<b>1 156 715</b>	<b>- 3,7</b>	<b>- 2,2</b>	<b>- 9,5</b>	

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

*L'encours total des OPCVM a diminué de près de 6,0 % (- 5,9 %) au cours du second semestre 1994*

(- 3,8 % sur les six premiers mois de l'année). En volume, les obligations, qui représentaient encore 65 % des portefeuilles de ce secteur à fin décembre 1994, ont diminué de 3,4 % et les portefeuilles d'actions se sont contractés de 2,7 %. Les titres d'OPCVM français, à l'inverse, ont progressé de 6,2 %.

*Au cours de l'année 1994, les portefeuilles des OPCVM, qui détiennent 18,1 % des valeurs de l'enquête, se sont contractés de 9,5 %. En volume, les portefeuilles d'actions ont progressé de 10,6 % et les portefeuilles d'obligations de 1,3 %.*

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en 1994

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES OPCVM

(en pourcentage)

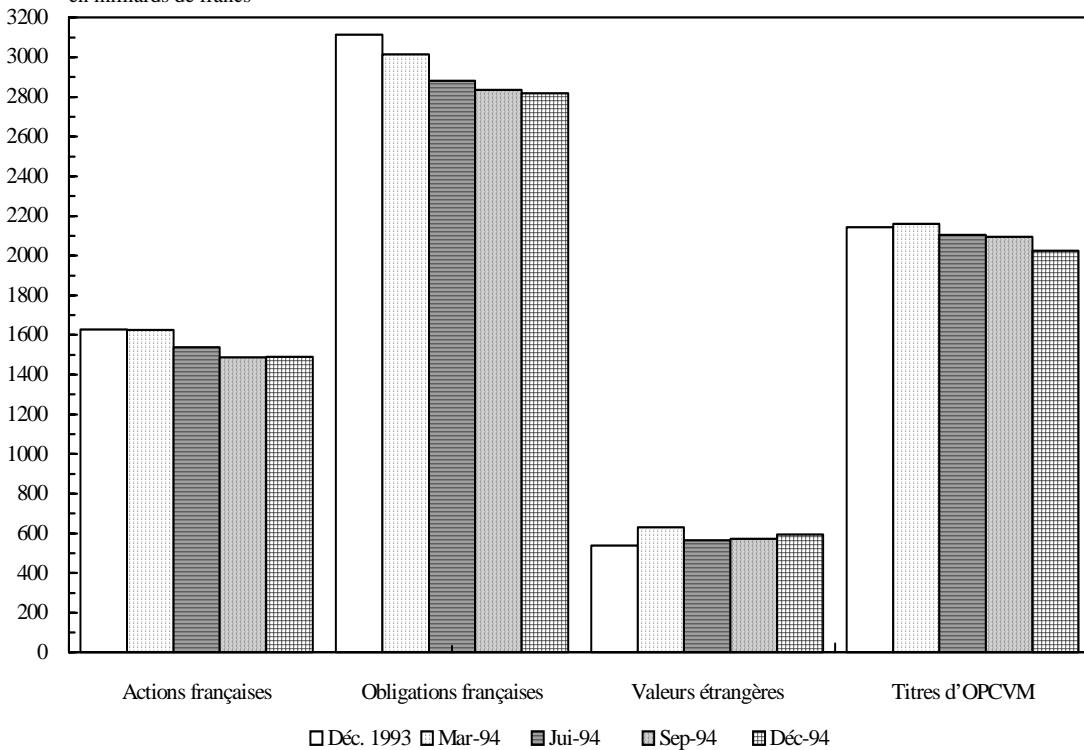
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	14,7	14,6	14,9	14,5	15,2
Françaises non cotées.....	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Étrangères .....	4,9	5,2	5,3	5,8	5,5
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	68,6	67,8	67,0	67,3	65,2
Étrangères .....	5,7	6,3	6,2	5,6	6,7
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	3,1	3,1	3,2	3,5	3,8
OPCVM obligataires et titres de créances..	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
OPCVM actions.....	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	1,4	1,3	1,7	1,6	1,8
Autres titres d'OPCVM.....	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
<b>TOTAL.....</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 82Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

Dans la *structure des portefeuilles des OPCVM* à fin décembre 1994, la part relative des obligations françaises a perdu 3,4 points par rapport à l'année précédente, au bénéfice des autres valeurs du portefeuille.

## ÉVOLUTION DES PORTEFEUILLES DE LA CLIENTÈLE-TITRES

en milliards de francs



Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

## 2.2. Répartition par groupes de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit

Les tableaux ci-après indiquent dans quelle proportion chaque catégorie de titres recensés dans l'enquête est détenue par les différents groupes de porteurs, autres que les établissements de crédit.

### RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(en pourcentage)

	Actions									
	françaises cotées					françaises non cotées				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Ménages.....	22,4	22,2	22,1	22,3	21,9	37,5	33,5	34,5	41,5	42,3
Sociétés.....	17,1	17,6	17,7	17,9	16,2	53,9	58,8	57,9	49,8	49,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite .....	9,1	9,2	9,3	9,3	10,4	2,0	1,8	1,7	1,6	1,3
Associations et groupements divers.....	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	0,8	0,8	1,0	1,0
Administrations publiques.....	7,4	6,8	4,6	4,4	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Non-résidents.....	30,4	30,5	31,9	32,3	32,0	1,5	1,5	1,7	2,0	2,2
OPCVM .....	13,2	13,3	13,9	13,4	13,6	4,1	3,6	3,4	4,0	3,9
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>										
Actions étrangères										
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994					
Ménages.....	25,9	24,6	24,2	23,8	24,4					
Sociétés.....	26,1	26,2	27,2	27,5	27,7					
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	9,0	8,1	8,2	7,9	7,7					
Associations et groupements divers.....	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5					
Administrations publiques.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1					
Non-résidents.....	8,2	8,6	7,9	7,8	8,1					
OPCVM.....	30,3	32,0	31,9	32,4	31,5					
<b>TOTAL (hors établissements de crédit).....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

**RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES  
PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT**

(en pourcentage)

	Obligations									
	françaises					étrangères				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Ménages.....	17,8	17,7	17,6	17,8	18,2	5,4	4,7	4,4	5,4	4,1
Sociétés.....	4,4	5,6	5,8	6,3	6,7	6,6	6,1	6,4	5,8	6,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	28,5	28,6	29,8	29,8	31,9	31,8	33,6	38,0	40,9	40,2
Associations et groupements divers.....	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4
Administrations publiques.....	1,3	1,0	1,0	1,1	1,1	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
Non-résidents.....	17,2	15,7	14,4	14,1	12,5	24,3	24,0	21,0	21,7	22,4
OPCVM.....	30,1	30,7	30,6	30,1	28,8	31,0	30,6	29,2	25,1	26,3
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>										
Titres d'OPCVM										
OPCVM français										
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
	60,5	59,5	58,0	57,6	56,0	48,8	47,8	46,1	45,8	43,3
Ménages.....	17,2	18,3	18,5	18,9	19,0	27,4	29,1	29,5	29,5	30,3
Sociétés.....	12,7	12,2	12,9	12,9	14,0	9,8	9,1	9,3	9,6	10,6
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	3,7	4,1	4,2	4,1	4,1	5,6	5,7	6,0	5,9	6,1
Associations et groupements divers.....	1,4	1,4	1,6	1,7	1,5	1,8	1,8	2,1	2,3	1,9
Administrations publiques.....	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Non-résidents.....	3,7	3,6	3,9	3,9	4,4	5,8	5,6	6,1	6,0	6,8
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>										
Titres d'OPCVM étrangers										
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
	70,7	67,4	65,8	64,8	69,2	31,4	31,1	30,7	30,9	30,1
Ménages.....	13,6	15,5	15,4	16,0	12,9	12,1	13,2	13,5	13,6	13,4
Sociétés.....	7,0	7,9	7,8	8,2	7,0	19,0	18,9	19,8	20,0	21,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7
Associations et groupements divers.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	1,8	1,8	2,0
Administrations publiques.....	4,1	5,1	4,2	3,7	3,1	15,0	14,3	13,8	13,7	13,2
Non-résidents.....	4,0	3,6	6,3	6,8	7,2	18,6	18,7	18,8	18,3	18,1
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>										

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

La répartition par groupe de porteurs des valeurs autres que celles détenues par les établissements de crédit s'est légèrement modifiée au cours de l'année 1994.

Les *ménages*, premiers détenteurs de valeurs mobilières, possédaient à fin décembre 1994 30,1 % des portefeuilles, contre 31,4 % à la fin de l'année précédente. Ils devancent donc largement les entreprises d'assurance et les caisses de retraite (21,4 %) et les OPCVM (18,1 %).

Les *non-résidents* arrivent en tête dans cette étude pour la *détention des actions françaises cotées* (32,0 %, contre 30,4 % à fin décembre 1993), les ménages occupent la deuxième place (21,9 %), soit un niveau très légèrement inférieur à celui de l'année précédente (22,4 %).

Près du tiers des *obligations françaises* (31,9 %) était détenu à fin 1994 par les entreprises d'assurance et caisses de retraite, soit 3,4 points de plus qu'à la fin de 1993. Les sociétés qui détiennent 6,7 % des obligations ont gagné également 2,3 points de détention. Ces transferts se sont faits pour l'essentiel au détriment des non-résidents qui ont perdu près de 5 points de détention (- 4,7 points).

À fin 1994, les *titres d'OPCVM français* étaient détenus par les ménages à hauteur de 56 %, soit 4,5 points de moins qu'à la fin de l'année précédente. Au cours de la même période, les sociétés, deuxième détenteur de ces valeurs avec 19 %, avaient gagné près de 2 points de détention.

En ce qui concerne la détention des *titres d'OPCVM monétaires*, on observe que la part relative des ménages a diminué de près de 6 points en un an.

### 2.3. Répartition par groupes de porteurs des valeurs d'État autres que celles détenues par les établissements de crédit

Parmi les obligations recensées dans l'enquête, les *valeurs d'État* (autres que celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 41,0 % des obligations recensées dans l'enquête à fin décembre 1994<sup>1</sup>, sont détenues essentiellement par les OPCVM (34,4 %) et les non-résidents (29,7 %). La part de ces derniers, dans le sous-ensemble analysé, s'est réduite de 12,8 points au cours de l'année 1994 au profit notamment des sociétés (+ 5,5 points), des entreprises d'assurance et caisses de retraite (+ 5 points) et des OPCVM (+ 2,4 points).

#### RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AUTRES QUE CELLES DÉTENUES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)

	(en pourcentage)				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Ménages .....	7,2	7,2	7,3	7,1	7,4
Sociétés.....	2,8	5,8	6,1	7,0	8,3
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	11,7	12,3	13,8	14,1	16,7
Associations et groupements divers.....	0,7	0,9	0,9	1,0	0,9
Administrations publiques.....	3,1	2,3	2,4	2,5	2,6
Non-résidents.....	42,5	36,8	34,0	33,0	29,7
OPCVM.....	32,0	34,7	35,5	35,3	34,4
<b>TOTAL (hors établissements de crédit) ....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Sous-échantillon  
 Réalisation : Banque de France  
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

<sup>1</sup> Pour un sous-échantillon représentant lui-même environ 80 % des encours d'obligations

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres en 1994

**2.4. Répartition par groupes de porteurs des titres d'OPCVM  
autres que ceux détenus par les établissements de crédit**

<b>RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>									
(en pourcentage)									
	OPCVM « maison »								
	monétaires	obligataires et titres de créances							
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994
Ménages.....	51,9	50,8	49,5	49,0	46,6	81,1	80,1	79,7	80,3
Sociétés.....	28,1	30,0	30,6	30,6	31,6	6,7	7,3	6,9	6,9
Entreprises d'assurance et caisses de retraite .....	8,0	7,2	7,2	7,7	8,4	7,7	7,3	8,3	8,2
Associations et groupements divers.....	5,8	5,8	6,1	6,0	6,1	2,2	2,7	2,7	2,6
Administrations publiques	1,1	1,2	1,3	1,4	1,3	0,5	0,6	0,6	0,5
Non-résidents.....	0,9	0,9	0,9	0,8	1,0	1,1	1,1	1,0	0,7
OPCVM .....	4,3	4,2	4,4	4,5	5,1	0,7	0,8	0,8	0,9
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>									
OPCVM « maison »									
	actions					diversifiés			
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994
Ménages.....	80,5	78,6	77,6	78,3	77,8	46,3	43,9	43,3	42,4
Sociétés.....	3,1	3,7	3,9	3,6	3,4	9,7	10,8	12,8	14,7
Entreprises d'assurance et caisses de retraite .....	14,0	14,0	14,9	14,7	15,3	40,8	41,0	39,1	37,8
Associations et groupements divers.....	0,5	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	1,5	2,0	1,8
Administrations publiques	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,3
Non-résidents.....	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,1	0,9	0,9	1,4
OPCVM .....	1,1	1,6	1,5	1,5	1,6	0,8	1,0	1,2	1,2
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>									
OPCVM « maison » garantis									
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994				
Ménages.....					94,3	93,5	92,2	94,0	92,1
Sociétés.....					1,3	1,6	2,4	2,8	4,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....					1,4	1,2	1,4	0,2	0,9
Associations et groupements divers.....					0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Administrations publiques.....					0,9	1,1	1,3	1,4	1,7
Non-résidents.....					0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
OPCVM .....					1,9	2,3	2,4	1,0	0,6
<b>TOTAL (hors établissements de crédit)</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 1<sup>er</sup> juin 1995

## RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(en pourcentage)

	OPCVM non « maison »									
	monétaires					autres titres d'OPCVM				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Ménages.....	10,8	12,0	10,3	10,6	10,0	21,3	23,0	22,2	23,1	21,3
Sociétés.....	19,0	19,1	17,8	18,3	16,9	14,4	14,1	12,0	11,7	11,9
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	32,5	31,9	30,9	30,1	33,3	49,7	47,7	51,7	50,6	52,8
Associations et groupements divers.....	3,5	5,5	5,7	5,3	5,8	2,9	4,4	3,0	3,1	2,6
Administrations publiques.....	9,7	8,5	10,9	12,2	7,9	4,5	3,8	3,9	3,7	3,9
Non-résidents.....	0,8	1,0	0,7	1,3	1,2	1,2	1,4	2,0	2,6	2,3
OPCVM.....	23,6	22,0	23,7	22,2	24,9	6,0	5,5	5,2	5,1	5,1
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>										
Titres d'OPCVM étrangers										
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
	70,7	67,4	65,8	64,8	69,2	60,6	59,7	58,1	57,7	56,3
Ménages.....	13,6	15,5	15,4	16,0	12,9	17,1	18,2	18,5	18,8	18,9
Sociétés.....	7,0	7,9	7,8	8,2	7,0	12,6	12,1	12,8	12,9	13,9
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	3,7	4,0	4,1	4,1	4,0
Associations et groupements divers.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,4	1,6	1,6	1,5
Administrations publiques.....	4,1	5,1	4,2	3,7	3,1	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
Non-résidents.....	4,0	3,6	6,3	6,8	7,2	3,7	3,6	3,9	3,9	4,4
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>(hors établissements de crédit)</b>										

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

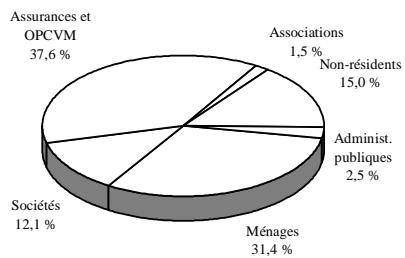
Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

À la fin de l'année 1994, les ménages détenaient 56,3 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements de crédit), contre 60,6 % un an auparavant (46,6 %, contre 51,9 % pour les OPCVM monétaires maison<sup>1</sup> et 80,2 %, contre 81,1 % pour les OPCVM obligataires et titres de créances). Les sociétés, au deuxième rang des détenteurs de titres d'OPCVM, possédaient 18,9 % du sous-ensemble analysé, contre 17,1 % à fin décembre 1993 (31,6 %, contre 28,1 % pour les OPCVM monétaires maison).

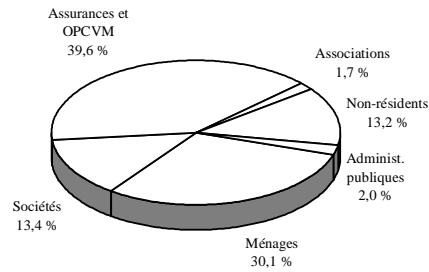
<sup>1</sup> Les OPCVM dont l'établissement est gestionnaire.

## RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES SELON LES GROUPES DE DÉTENTEURS (hors établissements de crédit)

Décembre 1993



Décembre 1994



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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

## 2.6. *Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs*

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS					
(en francs)					
	Ménages				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Actions.....	27 951	26 926	26 446	26 216	26 063
Obligations.....	37 049	35 038	34 484	34 485	34 876
OPCVM.....	85 402	83 577	81 626	80 965	75 939
<b>TOTAL.....</b>	<b>150 402</b>	<b>145 541</b>	<b>142 556</b>	<b>141 666</b>	<b>136 878</b>
	Sociétés				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
Actions.....	1 146 469	1 168 400	1 125 098	1 037 445	974 435
Obligations.....	486 813	575 662	570 423	582 001	625 487
OPCVM.....	1 169 987	1 224 611	1 202 835	1 181 279	1 145 801
<b>TOTAL.....</b>	<b>2 803 269</b>	<b>2 968 673</b>	<b>2 898 356</b>	<b>2 800 725</b>	<b>2 745 723</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					Mise à jour le 1 <sup>er</sup> juin 1995

*Au 31 décembre 1994, on dénombrait dans l'enquête 14 008 100 comptes-titres de ménages (– 2,3 % par rapport à décembre 1993), dont 2,8 millions de PEA environ (19,9 % du total des comptes-titres).*

Dans ce total, le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires et les sociétés de bourse représentait 1 % du total, contre 31 % pour les trois grandes banques et 68 % pour les autres établissements).

*Au second semestre 1994, le montant du compte-titres moyen des ménages a baissé de 4 %, principalement en raison de la diminution des titres d'OPCVM dans les portefeuilles (– 7 %).*

*Sur l'année 1994, le compte-titres moyen des ménages a perdu 9,0 % (– 6,7 % pour les actions, – 5,9 % pour les obligations et –11,1 % pour les titres d'OPCVM).*

*À fin décembre 1994, le compte-titres moyen des ménages s'élevait à 136 878 francs (contre 150 400 francs à fin 1993) ; à la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 61 000 francs.*

Le montant du compte-titres moyen des sociétés a diminué de 5,2 % au second semestre 1994 et de 2,1 % sur l'année entière en raison de la dépréciation de la valeur des actions dans les portefeuilles. Il s'élevait à 2,7 millions de francs à fin décembre 1994.

### 3. Structure du portefeuille des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires<sup>1</sup>, les trois grandes banques et dans les autres établissements

Les tableaux ci-après font ressortir certaines particularités dans le comportement des sociétés et des ménages en matière de placements en valeurs mobilières, selon le type d'établissement dépositaire.

#### 3.1. Structure du portefeuille des ménages

Aucune différence de structure importante n'apparaît en 1994 dans les portefeuilles gérés par les différents groupes. Les titres d'OPCVM sont toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire (entre 53 % et 56 % à fin décembre 1994).

Un peu plus du quart du portefeuille-titres est composé d'actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, et d'obligations françaises chez les « autres établissements ». Chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, on observe que la part relative des ménages en titres d'OPCVM monétaires a augmenté de 4 points en un an, au détriment de celle des OPCVM obligataires et titres de créances.

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES					
(en pourcentage)					
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	25,4	23,9	24,1	25,5	25,6
Françaises non cotées.....	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Étrangères .....	9,2	8,8	9,0	8,8	9,1
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	8,3	7,6	6,3	6,7	7,2
Étrangères .....	1,0	0,9	0,9	1,1	1,1
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	23,9	23,5	25,0	26,0	27,7
OPCVM obligataires et titres de créances..	20,0	19,5	18,1	16,4	14,9
OPCVM actions.....	6,6	8,0	8,1	6,7	6,9
OPCVM diversifiés.....	1,8	2,2	2,5	2,1	2,2
OPCVM garantis.....	0,3	0,3	0,2	0,2	0,8
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1
Autres titres d'OPCVM.....	0,8	2,3	2,7	2,9	1,0
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

<sup>1</sup> Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire



## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Les trois grandes banques				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	19,8	19,4	18,9	18,7	19,5
Françaises non cotées.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Étrangères .....	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	22,7	22,3	22,3	22,5	22,9
Étrangères .....	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	18,7	19,0	19,6	19,9	18,4
OPCVM obligataires et titres de créances..	23,0	23,3	23,0	22,4	22,5
OPCVM actions.....	7,4	6,9	7,0	7,0	7,1
OPCVM diversifiés.....	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3
OPCVM garantis.....	0,9	1,1	1,0	1,1	1,3
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Autres titres d'OPCVM.....	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Autres établissements				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	10,6	10,8	11,0	10,8	11,0
Françaises non cotées.....	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8
Étrangères .....	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises .....	26,4	25,8	26,1	25,9	27,6
Étrangères .....	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	24,3	24,0	23,8	24,1	22,3
OPCVM obligataires et titres de créances..	20,9	21,1	20,8	20,4	20,1
OPCVM actions.....	6,2	6,4	6,3	6,3	6,4
OPCVM diversifiés.....	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3
OPCVM garantis.....	3,6	3,6	3,5	3,6	3,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5
Autres titres d'OPCVM .....	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

### 3.2. Structure du portefeuille des sociétés

La structure du portefeuille des sociétés pour les trois groupes de gestionnaires considérés s'est sensiblement modifiée en 1994.

On observe un fléchissement général de la part des actions françaises cotées, important notamment chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (- 5,4 points). Le transfert s'est opéré au profit des obligations françaises pour l'essentiel (+ 3,3 points pour le premier groupe et + 7,2 points pour les « autres établissements »).

Les actions françaises et étrangères occupent une place importante chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse et les trois grandes banques (de l'ordre de 70 % et 40 %).

Chez les « autres établissements », les titres d'OPCVM monétaires arrivent en première position (près de 44 %) devant les obligations (près de 36 %).

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES					
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	48,3	46,5	45,5	46,4	42,9
Françaises non cotées.....	12,7	14,7	15,4	11,5	13,0
Étrangères .....	12,8	12,4	12,8	13,7	14,4
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	8,9	8,7	8,7	10,4	12,2
Étrangères .....	0,5	0,5	0,6	0,8	0,8
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	12,1	10,5	10,6	11,0	11,0
OPCVM obligataires et titres de créances..	2,7	2,7	2,1	1,7	1,2
OPCVM actions .....	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7
OPCVM garantis.....	-	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Autres titres d'OPCVM.....	0,8	2,3	2,7	2,7	2,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6
<b>TOTAL.....</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 1 <sup>er</sup> juin 1995					

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Les trois grandes banques				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	34,6	33,3	31,8	31,9	32,5
Françaises non cotées.....	3,9	5,2	4,1	2,3	1,8
Étrangères .....	6,2	5,9	6,5	7,1	6,6
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises .....	6,8	6,4	6,5	6,4	6,6
Étrangères .....	1,4	1,4	1,6	1,6	1,9
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	37,4	36,4	38,5	39,9	40,2
OPCVM obligataires et titres de créances..	5,8	5,8	5,4	5,0	4,7
OPCVM actions.....	1,9	1,9	2,1	1,8	1,8
OPCVM diversifiés.....	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0
OPCVM garantis.....	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	0,1	0,8	0,9	1,0	0,9
Autres titres d'OPCVM .....	0,1	1,3	0,7	0,8	0,8
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>TOTAL.....</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 1<sup>er</sup> juin 1995

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

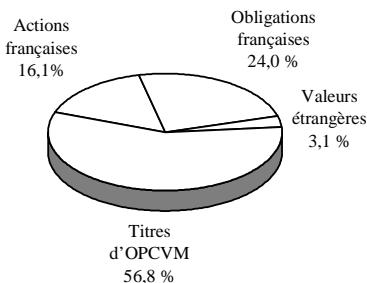
	Autres établissements				
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Septembre 1994	Décembre 1994
<b>ACTIONS</b>					
Françaises cotées.....	12,3	11,1	10,8	10,1	9,6
Françaises non cotées.....	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7
Étrangères .....	2,1	2,0	1,8	1,8	1,7
<b>OBLIGATIONS</b>					
Françaises.....	25,6	29,9	30,0	31,4	32,8
Étrangères .....	3,2	2,8	3,0	2,4	3,0
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	41,1	41,0	41,6	41,4	40,8
OPCVM obligataires et titres de créances..	5,3	5,4	5,1	5,0	4,5
OPCVM actions.....	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
OPCVM diversifiés.....	0,8	0,8	1,1	1,2	1,2
OPCVM garantis.....	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	4,0	3,0	3,3	3,1	3,0
Autres titres d'OPCVM.....	4,3	2,2	1,5	1,5	1,4
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
<b>TOTAL.....</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

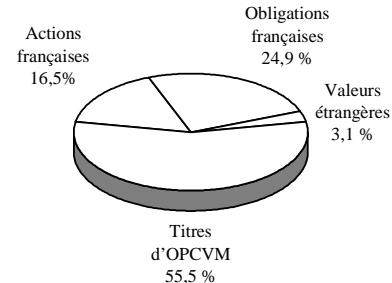
Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

## COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES

## Décembre 1993



## Décembre 1994



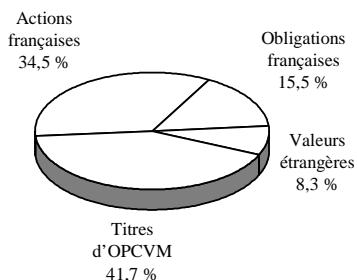
Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

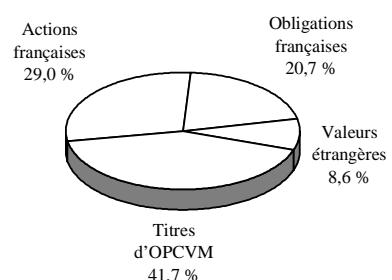
Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

## COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS

## Décembre 1993



## Décembre 1994



Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 1<sup>er</sup> juin 1995

# ENQUÊTE ANNUELLE SUR LE LOGEMENT EN 1994

Les directeurs des succursales de la Banque de France mènent, dans le courant du premier trimestre de chaque année, une enquête sur le logement portant sur l'évolution de l'activité au cours de l'exercice précédent. En présentant ci-après la synthèse des informations recueillies, la Banque remercie tous ceux qui, par leur contribution bénévole, lui ont permis de réaliser cette publication.

---

*Direction de la Conjoncture  
Pôle logement*

## Vue d'ensemble

Le redressement de l'activité de l'immobilier résidentiel amorcé au cours du second semestre 1993 s'est consolidé en 1994. Toutefois, la reprise a eu tendance à se modérer au fil des mois.

Sur l'ensemble de l'année, 302 200 logements neufs ont été commencés, avec une reprise un peu plus marquée dans le secteur individuel, largement soutenue par les prêts d'accession à la propriété (PAP), que dans le logement collectif. Après une augmentation sensible des mises en chantier au cours du premier semestre, la tendance s'est quelque peu ralentie durant la seconde partie de l'année.

En liaison avec la reprise de la construction, le marché des terrains a bénéficié d'une meilleure orientation. Toutefois, ses différentes composantes n'ont guère évolué : l'offre est toujours aussi rare en centre-ville et demeure largement supérieure à la demande en zone rurale, l'essentiel des transactions continuant de s'effectuer en zone périurbaine.

L'activité sur le marché du logement ancien, qui s'est globalement améliorée, présente des situations contrastées selon les régions et les types de biens. Comme les années précédentes, l'offre s'est souvent révélée inadaptée à une demande qui est demeurée très sélective sur la qualité et la localisation des biens. Quelques signes d'essoufflement se sont manifestés en fin d'année, les anticipations de baisse de prix et les modifications espérées de la fiscalité ayant engendré un certain attentisme.

L'activité du secteur de l'entretien-amélioration de l'habitat a bénéficié du soutien des aides publiques et des mesures fiscales mises en œuvre depuis le plan de relance 1993.

Accompagnant l'évolution des marchés, la distribution des crédits au logement s'est fortement accrue. Le montant des concours nouveaux versés aux ménages et aux sociétés de location s'est élevé à 280,2 milliards de francs, contre 242 milliards l'année précédente (+ 15,8 %). Dans le même temps, l'encours des crédits promoteurs est passé de 126,4 milliards de francs fin 1993 à 93,1 milliards au 31 décembre 1994 (- 26,3 %).

Dans ce contexte de reprise, la concurrence entre les établissements de crédit s'est vivement accentuée à travers principalement l'action sur les taux d'intérêt et la diversification de l'offre. Parallèlement, confrontées à des clients plus exigeants, les banques n'ont pas pour autant relâché leurs efforts de maîtrise des risques. La baisse des taux des prêts immobiliers, qui s'est accélérée à partir du deuxième trimestre 1993 et s'est prolongée jusqu'au troisième trimestre 1994, a incité certains emprunteurs à négocier la révision des taux auxquels ils avaient initialement contracté leurs prêts.

## 1. Le cadre physico-économique de la construction

### *Le marché des terrains*

Le marché des terrains n'a pas subi de variations notables en 1994. Toutefois, le volume des transactions a progressé dans un certain nombre de régions, notamment en Île-de-France, dans les Pays de la Loire, en Bretagne, en Poitou-Charentes, en Haute et Basse-Normandie, en Rhône-Alpes et dans le Languedoc-Roussillon.

*L'offre foncière*, toujours très hétérogène, reste globalement inadaptée aux besoins du marché. En effet, le déséquilibre entre une offre restreinte et une demande en progression pour les terrains bien situés s'est aggravé à proximité des centres-villes, alors que la désaffection de la clientèle s'est confirmée pour les zones rurales, caractérisées par une offre surabondante.

Les mesures de relance prises en 1993 pour favoriser la construction individuelle ont permis une relative animation de la *demande* sur certaines places. Mais cette amélioration a surtout été ressentie au cours du premier semestre dans un contexte de baisse des taux des prêts immobiliers. En fin de période, elle ne s'est pas confirmée et un net ralentissement des ventes a été observé.

Pour leur part, les ménages ne sont pas toujours en mesure de supporter, préalablement à la construction d'une maison, le coût d'acquisition d'un terrain assorti de charges annexes importantes (frais de notaire, de raccordement...). Certains ont parfois été contraints d'abandonner ou de différer leurs projets d'investissement.

De ce fait, les collectivités locales et les organismes d'HLM ont encore été, l'an passé, les principaux intervenants sur le marché foncier.

Les lotisseurs ont, quant à eux, privilégié la vente des stocks de terrains existants avant toute nouvelle acquisition.

Le nombre un peu plus élevé de transactions enregistré en 1994, n'a pas entraîné de hausse significative des *prix des terrains*, la tendance générale étant plutôt à la stabilisation de leur niveau. Toutefois, des tensions apparaissent dans certaines agglomérations, tandis que les prix stagnent ou sont orientés à la baisse ailleurs. De plus, d'importantes disparités sont à noter au sein d'une même commune suivant la localisation des parcelles. La divergence des évolutions déjà constatée selon les zones, urbaine, périurbaine ou rurale, s'est encore amplifiée au cours de la période sous revue.

Comme les années précédentes, la demande s'est montrée assez soutenue en *zone urbaine*, alors que les disponibilités foncières s'y sont raréfiées. De ce fait, les prix ont eu tendance à augmenter sur ce marché peu actif. Les particuliers ont donc de plus en plus orienté leurs recherches vers la proche périphérie.

En *zone périurbaine*, le marché s'est révélé plus dynamique. La réserve foncière y est plus abondante et l'offre diversifiée, mais les acquéreurs ont encore marqué leur préférence pour la périphérie immédiate des agglomérations les plus importantes, dotées d'équipements collectifs et proches des axes de communication. Bon nombre d'opérations ont porté sur des surfaces plus restreintes que par le passé. Les prix sont autant conditionnés par l'emplacement des parcelles que par leur superficie.

La demande s'est encore affaiblie en *zone rurale*. Les délais de vente sont généralement longs et les transactions, peu nombreuses, s'effectuent à des prix assez bas. En effet, l'éloignement des pôles d'intérêt économique et des infrastructures dissuade largement les acquéreurs potentiels. En dépit des efforts consentis par certaines municipalités pour retenir la population, notamment en prenant en charge les dépenses de viabilisation, le marché reste atone.

### ***Le coût de la construction***

La hausse du coût des facteurs de production, mesurée par l'index BT01, s'est élevée, en 1994, à 3,5 % en glissement et à 3,1% en moyenne, contre, respectivement, 3,6 % et 3,5 % en 1993.

Dans le même temps, l'indice du coût de la construction établi par l'INSEE restait stable (0,3 % en glissement et 0,1 % en moyenne), après une progression de 1,1 %, en glissement et en moyenne, l'année précédente.

Malgré la reprise de la construction, les professionnels du bâtiment ont continué de se livrer à une intense concurrence auprès d'une clientèle devenue, d'une façon générale, très exigeante sur la qualité et les prix des prestations fournies. Dans ce contexte, les augmentations de coût n'ont pas toujours pu être intégralement répercutées dans les devis. Aussi, de nombreuses entreprises ont-elles été conduites à accepter des marchés à la limite de la rentabilité, fragilisant ainsi leur situation financière.

## **2. L'évolution de la construction et le marché des logements neufs**

L'inflexion à la hausse constatée durant la seconde moitié de l'année 1993 s'est confirmée en 1994.

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés est passé de 256 800 en 1993 à 302 200 en 1994, soit une progression de 17,7 %. C'est au cours du premier semestre que la hausse a été la plus forte, puisqu'elle a atteint 23,1 % par rapport aux six premiers mois de l'année précédente.

La reprise a été un peu plus marquée dans le secteur individuel, avec une augmentation de 18,9 % — ce qui portait le nombre de logements commencés à 144 900 —, alors que le logement collectif connaissait une hausse de 16,6 % pour atteindre 152 400 logements mis en chantier. Les mesures gouvernementales prises en 1993 en faveur du logement ont eu un impact positif. Une analyse par régions montre que la progression a été générale, à l'exception de la Lorraine et de la Bourgogne, qui ont enregistré un repli, mais après avoir bénéficié d'une année 1993 très favorable.

### ***Le secteur diffus***

Ce secteur s'est montré dynamique sur l'ensemble du territoire. Le niveau favorable des taux d'intérêt en début d'année, ainsi que les mesures fiscales, telles que l'exonération des plus-values de cession de titres d'OPCVM réinvesties dans l'immobilier, ont constitué des facteurs incitatifs auprès des acquéreurs. Il en a été de même du relèvement des plafonds de ressources permettant d'accéder aux prêts PAP. Cependant, les acquéreurs potentiels sont restés encore assez prudents, notamment en raison des incertitudes liées à l'emploi. Les ménages disposant de revenus modestes ont souvent jugé nécessaire de renforcer leur effort d'épargne afin de disposer d'un apport personnel plus important. Enfin la clientèle s'est montrée, dans l'ensemble, très exigeante quant à la qualité des prestations fournies.

Les *maisons sur catalogue* bénéficient toujours de la préférence des acheteurs aux revenus moyens. Les investissements dans ce type de produit se sont, bien souvent, réalisés dans la périphérie immédiate des grandes villes. Les modèles permettant la plus grande personnalisation possible sont de plus en plus recherchés, alors que les modèles standard sont, en revanche, délaissés car jugés de qualité médiocre.

La clientèle des *maisons sur plan*, plus âgée que la moyenne des accédants et disposant souvent de revenus élevés, a plus fréquemment choisi des emplacements situés dans des zones moins peuplées. Le marché de ce type de construction a été marginal dans les grandes agglomérations ; en Île-de-France, il a été quasiment inexistant.

### ***La construction d'immeubles locatifs***

Le secteur a bénéficié de mesures favorables telles que l'augmentation de la dotation PLA ou l'élargissement du champ d'application des PLA très sociaux (PLA-TS) à l'acquisition de logements neufs, alors que les prêts de ce type étaient, jusqu'alors, limités aux opérations d'acquisition dans l'ancien. Les collectivités locales ont également joué un rôle actif de soutien au logement social en cédant leurs réserves foncières à prix faible ou en accordant des subventions.

Le nombre d'opérations engagées par les *organismes publics et semi-publics* (HLM et sociétés d'économie mixte) s'est inscrit en hausse face à des besoins importants. Les opérations portent assez souvent sur la réhabilitation du parc existant.

Quant aux *constructeurs privés*, leurs investissements dans le secteur collectif ont principalement concerné des résidences pour étudiants.

### ***La construction par l'intermédiaire des promoteurs en vue de l'accession à la propriété***

Globalement, le nombre de projets s'est inscrit en hausse grâce au développement des financements PAP et aux incitations fiscales. Le marché de la promotion s'est essentiellement concentré sur les grandes villes.

Néanmoins, les *promoteurs privés*, parmi lesquels ne figurent pratiquement plus que des professionnels, ne se sont engagés dans de nouvelles opérations qu'avec la certitude d'une bonne commercialisation ; les établissements bancaires, pour leur part, exigent souvent un engagement des fonds propres à hauteur de 30 %, voire 50 % du montant total de l'opération. Bien souvent, les programmes ont été allégés et les surfaces d'habitation réduites pour présenter des produits répondant mieux aux possibilités financières des acheteurs.

La *promotion publique et semi-publique* a été peu active et des logements en accession ont dû être transformés en locatif faute d'acquéreurs. De plus, certains projets ont été abandonnés en raison du poids, jugé trop lourd, de la charge foncière.

Le marché des *résidences secondaires* a encore connu une activité limitée, bien qu'une légère amélioration ait été enregistrée dans certaines régions, notamment en Picardie et dans les Pays de la Loire. Beaucoup d'investissements réalisés dans ce secteur correspondaient, en fait, à des projets prévus depuis plusieurs années et souvent reportés. Les emplacements situés en bordure de littoral ont été plus particulièrement recherchés. Dans l'ensemble, la clientèle étrangère a été peu présente sur ce marché.

### ***La commercialisation des programmes et le prix final des logements***

Les *prix de vente* ont peu évolué par rapport à l'année dernière. Les constructeurs, confrontés à la concurrence, ont souvent dû se contenter de marges étroites. Malgré ces prix attractifs, les vendeurs sont encore confrontés à des demandes de rabais de la part de la clientèle, mais ces requêtes sont rarement satisfaites, sauf dans le cas de l'écoulement de fins de programmes ou d'appartements de grand standing.

Les délais de *commercialisation* de logements neufs se sont raccourcis par rapport à 1993. Le phénomène a été plus marqué dans le secteur du logement collectif que dans l'individuel. En général, l'écoulement des logements de petite taille a été plus aisé que pour ceux de surface importante. De même, les programmes récents, répondant mieux aux attentes de la clientèle, ont été plus faciles à commercialiser que des réalisations plus anciennes qui alourdissent les stocks.

L'attitude toujours très prudente des promoteurs a permis un allégement des *stocks*. L'essentiel des invendus concerne des constructions éloignées des centres urbains. Les professionnels ont cherché à répondre le plus parfaitement possible au marché, recourant à des études très précises et n'investissant pas dans un nouveau programme avant d'avoir enregistré un taux de précommercialisation satisfaisant.

### 3. Le marché des logements anciens

Une légère progression des ventes de logements anciens a été enregistrée en 1994. Toutefois cette évolution, constatée dans la quasi-totalité des régions, est apparue contrastée selon les différentes périodes de l'année d'une part et les zones géographiques d'autre part.

La reprise du marché de l'ancien, déjà amorcée au cours du second semestre 1993, s'est confirmée durant la première partie de l'année. La *demande*, bien que très exigeante quant à la qualité des biens et à leur localisation, s'est montrée assez soutenue en début de période, dans un contexte de baisse des taux des crédits immobiliers et de stabilisation des prix.

En fin de période, les incertitudes affectant l'environnement économique ont incité la clientèle à une plus grande sélectivité.

En regard, l'*offre*, qui tend à s'étoffer, est apparue, comme les années précédentes, fréquemment inadaptée à la demande.

Le nombre de logements anciens mis en vente s'est accru par le jeu de divers facteurs : mise sur le marché de biens précédemment loués, contrainte de mobilité professionnelle, difficultés liées au chômage, changements de situation familiale.

Généralement excédentaire en zone rurale pour les produits de bas de gamme, l'*offre* s'est révélée parfois insuffisante en centre-ville pour les appartements de bon standing.

Le rythme de *commercialisation* a été largement dépendant de l'implantation géographique du bien : il se ralentit en zone rurale ou dans les périphéries mal desservies. Mais les délais de commercialisation s'allongent également dès lors que les vendeurs proposent des prix surévalués. Ceux-ci sont alors fortement négociés par une clientèle souvent bien informée de l'état du marché.

D'une façon générale, les *prix* ont peu varié par rapport à 1993. S'ils sont encore orientés à la baisse dans quelques régions telles que l'Île-de-France ou la région Rhône-Alpes, cette diminution semble s'atténuer. La tendance à la stabilité prévaut sur la plupart des places même si les évolutions sont contrastées suivant les produits et leur localisation.

#### *Logements construits avant 1948*

Dans l'ensemble, les échanges relatifs à ce type d'habitation ont peu évolué. Ce segment du marché demeure très étroit, voire quasiment inexistant dans certains départements.

Une légère progression des transactions a toutefois été enregistrée, sur certaines places, concernant des constructions de caractère, souvent situées au centre des agglomérations. Ces biens font l'objet d'une demande émanant d'une clientèle aisée, et se commercialisent alors assez facilement, malgré des prix généralement élevés. Certains immeubles à restaurer et bien situés sont également recherchés par des investisseurs ou des marchands de biens, afin d'être divisés en petits logements destinés à la location.

#### ***Logements construits entre 1948 et 1975***

Ce comportement du marché, très hétérogène, reste déséquilibré par une offre excédentaire de biens sans style précis, ne répondant généralement plus aux normes actuelles de confort et nécessitant des travaux d'aménagement. En dépit de prix souvent attractifs, ces logements ne sont pas très prisés par la clientèle des particuliers. Même s'il existe une certaine demande, notamment pour les pavillons maintenus en bon état et situés dans des quartiers bien desservis, le courant des transactions demeure faible.

Si le coût de remise en état du bien apparaît trop important, l'acheteur potentiel préférera une construction plus récente. Par contre, les investisseurs et les organismes d'HLM sont très présents sur ce marché. Les premiers interviennent essentiellement dans le cadre d'opérations d'acquisition-réhabilitation réalisées en agglomération en vue de la revente ou de la location des logements réaménagés ; l'action des seconds concerne plutôt le logement social en zone périurbaine.

#### ***Logements construits après 1975***

Le volume des transactions concernant les logements construits après 1975 a progressé sur la plupart des places. La demande a, dans l'ensemble, été assez soutenue, notamment pour les appartements de bon standing et les maisons bien situées présentant des prestations de qualité, proches de celles de la construction neuve. L'offre a parfois été alimentée par des propriétaires récents, contraints de revendre leur bien à la suite de difficultés financières ou de changements de situation familiale ou professionnelle. Ce type de logements est toutefois concurrencé par le secteur du neuf, fiscalement plus favorisé. La commercialisation des appartements très récents a parfois été pénalisée par la baisse des prix du neuf.

#### ***Résidences secondaires***

D'une année à l'autre, le marché des résidences secondaires d'occasion, déjà très touché par la crise, a encore eu tendance à se marginaliser. Le retrait de la clientèle étrangère — les Britanniques en Nord-Pas-de-Calais ou en Poitou-Charentes, et les Espagnols en Aquitaine — s'est poursuivi dans de nombreuses régions. Le marché ne s'est révélé que très ponctuellement animé.

### **4. L'amélioration de l'habitat existant**

Favorablement orientés depuis plusieurs années, les travaux d'amélioration de l'habitat existant ont enregistré, de nouveau, une légère progression en 1994.

Ce secteur, qui comprend la réhabilitation lourde mais aussi des travaux d'entretien-amélioration plus légers, constitue toujours l'un des principaux soutiens de l'activité du bâtiment. Sa part de marché correspond à plus de la moitié du volume global des travaux de bâtiment.

En 1994, les travaux effectués par les particuliers ont été nombreux, favorisés par les aides — primes à l'amélioration de l'habitat (PAH), crédits de l'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat (ANAH) —, et les incitations fiscales mises en œuvre depuis le Plan de relance de 1993. Les collectivités locales ont également contribué pour une bonne part aux opérations d'amélioration de l'habitat, dans le cadre notamment d'Opérations programmées d'amélioration de l'habitat (OPAH). Les propriétaires institutionnels (HLM, SEM), même s'ils assurent toujours une part importante de l'activité du secteur, ont réduit leurs demandes de travaux sur certaines places.

#### 4.1. *Les organismes d'intervention*

Les pouvoirs publics sont restés le principal acteur dans la mise en œuvre des actions visant à l'amélioration de l'habitat. Leurs interventions se traduisent par des aides tant financières — primes à l'amélioration de l'habitat (PAH), primes pour l'amélioration de logements locatifs (Palulos), subventions de l'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat (ANAH) — que par diverses mesures fiscales. Les dotations budgétaires initiales, tant à l'*Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat* (ANAH) qu'au titre de la Prime à l'amélioration de l'habitat (PAH), ont été maintenues au niveau atteint en 1993, après la loi de finances rectificative incluant les mesures du plan de relance. Les dotations PAH et ANAH ont été augmentées respectivement de 60 millions de francs et 300 millions en cours d'année. De même, l'ensemble des déductions fiscales pour les travaux d'amélioration-entretien ont eu un effet incitatif certain. Les aides octroyées au titre de la prime Palulos ont diminué, par suite de la fongibilité des aides PLA-Palulos. Les collectivités locales ont maintenu leur effort dans l'amélioration de l'habitat, concluant en particulier un nombre important de contrats avec l'État, en vue notamment de réhabiliter des quartiers anciens ou vétustes.

L'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat a vu son rôle progresser sensiblement puisque le montant total de ses financements, compte tenu du report de l'exercice précédent, s'est élevé à 2 724 millions de francs, en hausse de 11,8 % par rapport à l'année précédente. Devant l'afflux des demandes, les subventions de l'ANAH ont été recentrées sur le seul logement à usage d'habitation principale — à l'exclusion donc des locaux à usage professionnel ou commercial — et l'objet des travaux subventionnables a été restreint aux opérations d'amélioration à l'exclusion des travaux d'entretien ou de réparation.

Au total, 143 600 logements ont bénéficié de subventions de l'ANAH, contre 141 300 l'année précédente, pour un montant moyen de subventions par logement de l'ordre de 19 000 francs. Ces subventions ont permis de réaliser des travaux d'amélioration et de mise aux normes, mais aussi de remettre sur le marché un certain nombre de logements vacants. Le parc des logements anciens construits avant 1948 est toujours le principal bénéficiaire des aides de l'ANAH, avec 90,3 % des subventions, alors que le parc de logements récents construits entre 1948 et 1978 n'en a consommé que 9,7 %.

Les subventions en faveur d'opérations individuelles (secteur diffus) ont représenté plus de 62 % du total des engagements de l'ANAH. De leur côté, les subventions versées dans le cadre d'OPAH — opérations ayant pour objet d'améliorer l'offre de logements locatifs par la réhabilitation du parc immobilier vétuste — ont représenté 26,3 % du total. Enfin, les Programmes sociaux thématiques (PST) — destinés à faciliter le logement de populations aux ressources modestes — ont consommé 11,6 % des subventions de l'agence.

De leur côté, les associations *Pact-Arim* (Protection, amélioration, conservation et transformation de l'habitat-Association de restauration immobilière) ont poursuivi leur action, centrée sur l'amélioration du parc privé, notamment afin de satisfaire les besoins de populations en difficulté. Les Pact-Arim ont ainsi contribué à la réhabilitation de plus de 100 000 logements en 1994.

## 4.2. *Les opérations d'amélioration*

### *Les opérations individuelles*

Les opérations d'amélioration de l'habitat réalisées par les particuliers se sont encore accrues.

L'évolution positive des transactions de logements anciens, qui nécessitent fréquemment des travaux, a favorisé l'activité d'amélioration du logement. Sur certaines places, l'allongement de la durée d'occupation des logements, notamment dans le parc social, a été un facteur encourageant les opérations d'amélioration. Par ailleurs, des travaux sont assez fréquemment réalisés en vue de la retraite. Diverses mesures fiscales en faveur de l'amélioration de l'habitat ont été prises tant dans le cadre de la loi de finances 1994 (extension de l'exonération de taxation des plus-values de cession de parts d'OPCVM en cas de réinvestissement dans des travaux de grosses réparations), qu'au cours de l'année 1994 (prolongation de la réduction d'impôt ouverte aux travaux de transformation en logement de locaux vacants).

Dans le domaine des opérations aidées, les concours financiers de l'État sous forme de primes à l'amélioration de l'habitat (PAH) ont augmenté de 13,7 % (730,7 millions de francs — dotations budgétaires et report de solde —, contre 642,2 millions en 1993). Les opérations ainsi financées ont concerné l'habitat urbain, mais aussi l'amélioration de l'habitat rural, favorisée par le relèvement en début d'année du plafond des travaux subventionnables en zone rurale. Les concours de l'ANAH en secteur diffus — propriétaires bailleurs et locataires — se sont élevés de leur côté à 1 691 millions de francs, soit une augmentation de près de 18 % par rapport à 1993.

S'agissant des opérations engagées sans aide directe de l'État, l'appel au crédit bancaire du secteur non aidé pour financer des travaux d'amélioration de l'habitat a légèrement progressé. Toutefois, l'évolution globale est plus difficile à cerner en raison fréquemment de l'absence de financements spécifiques (prêts à la consommation non affectés, autofinancement). De telles opérations sont également susceptibles d'être réalisées, assez souvent pour des opérations de simple entretien, par les particuliers eux-mêmes.

### *Les opérations des propriétaires institutionnels*

L'année 1994 a été caractérisée par la baisse des subventions octroyées au titre des primes Palulos par suite de la fongibilité de celles-ci avec les crédits PLA destinés à la construction neuve. Aussi, alors que l'activité des organismes HLM et des sociétés d'économie mixte (SEM) dans l'amélioration de l'habitat existant s'intensifiait depuis plusieurs années, ces propriétaires institutionnels ont globalement engagé moins de travaux au cours du dernier exercice, même si la situation apparaît contrastée selon les régions. Enfin, après plusieurs années de réhabilitation, les opérations lourdes ont tendance à se raréfier sur certaines places. Cependant, si les chantiers engagés ont alors des coûts moindres, ils peuvent concerner un plus grand nombre de logements.

Traditionnellement versées dans le cadre d'opérations de développement social de quartiers (DSQ) qui arrivent souvent à terme, les subventions ont été de plus en plus réorientées sur des contrats de ville. Ces contrats, élaborés dans le cadre de la politique de la ville, visent à élargir le champ géographique du développement social des quartiers à l'ensemble de la ville, et non plus seulement aux quartiers sensibles.

### ***Les opérations groupées et programmées***

Les collectivités locales ont poursuivi, avec l'aide de l'ANAH, l'engagement d'opérations programmées d'amélioration de l'habitat (OPAH), afin de préserver et valoriser leur patrimoine ancien. Les subventions de l'ANAH en faveur des OPAH, ont atteint 716 millions de francs, en légère hausse par rapport à 1993 (675 millions).

Quelques municipalités ont recouru à des programmes d'intérêt général (PIG) ou ont mis en place des programmes locaux de l'habitat (PLH). Plusieurs programmes sociaux thématiques ont été lancés au bénéfice de populations défavorisées et ont donné lieu à des versements pour un montant total de 317 millions de francs, comparable à celui de 1993 (328 millions).

## **5. Le financement du logement**

La reprise enregistrée sur les marchés immobiliers résidentiels s'est accompagnée d'une progression sensible des concours consentis par les établissements de crédit. En termes de flux, les concours nouveaux versés aux ménages et aux sociétés de location ont ainsi atteint 280,2 milliards de francs en 1994, contre 242 milliards l'année précédente (+ 15,8 %).

Dans le même temps, les encours de crédits investisseurs sont passés de 2 077,2 milliards de francs à 2 126,5 milliards (soit + 2,4 %, contre + 1,8 % en 1993), tandis que l'encours des crédits promoteurs a continué de se réduire, revenant de 126,4 milliards de francs au 31 décembre 1993 à 93,1 milliards au 31 décembre 1994<sup>1</sup>.

Si le désir d'accéder à la propriété reste fort, le comportement des emprunteurs apparaît prudent et rationnel, tandis que l'attitude des intermédiaires financiers demeure très sélective en dépit de l'intense concurrence qui règne dans ce secteur. Mieux informés sur les différentes possibilités de financement, les ménages n'hésitent pas à négocier les conditions d'emprunt, voire à demander la renégociation des prêts en cours. Les candidats à l'accession disposent souvent d'un apport personnel supérieur aux normes exigées. Enfin, les incertitudes relatives à l'emploi continuent de conduire certains ménages à reporter leur projet d'investissement immobilier.

### ***5.1. La répartition des moyens de financement et leur évolution***

#### **Crédits promoteurs**

La contraction des encours de crédits promoteurs, amorcée depuis l'exercice 1992, s'est poursuivie en 1994.

Cependant, cette diminution (- 26,3 % sur un an) ne peut pas faire l'objet de rapprochements directs avec l'évolution des stocks de logements détenus par les promoteurs et doit être interprétée avec prudence, compte tenu, notamment, de l'incidence des classements en créances douteuses et des opérations effectuées dans le cadre de la gestion de ces engagements, en particulier les transferts de créances compromises vers les structures de défaisance ou de cantonnement, que les statistiques ne permettent pas d'appréhender.

La baisse des encours est la conséquence directe de :

- la progression des ventes, qui implique une réduction des crédits nécessaires pour financer le stock de logements disponibles des promoteurs,
- du nombre réduit de nouvelles opérations,

<sup>1</sup> Encours recensés dans les statistiques monétaires (données provisoires)

- des taux de précommercialisation élevés, qui contribuent à réduire le recours aux crédits bancaires,
- de la poursuite de l'effort de provisionnement des établissements de crédit sur les créances douteuses.

Les contraintes inhérentes à la maîtrise des risques ont conduit les prêteurs à distribuer leurs nouveaux concours de façon très sélective. Outre les garanties classiques — hypothèques et cautions — habituellement requises, les projets ont été soumis à de nombreuses contraintes de montage. En général, les crédits nouveaux ont été accordés sous condition que les taux de précommercialisation soient supérieurs à 30 %, voire 50 % pour les programmes jugés les plus risqués, et que l'apport en fonds propres atteigne au moins 20 %. Par ailleurs, la solidité et l'expérience des opérateurs ont été attentivement examinées. Bien souvent, la mise en place de nouveaux concours s'est effectuée par l'intermédiaire de consortiums bancaires, autorisant ainsi une meilleure répartition des risques. Dans ce contexte, certains promoteurs, propriétaires de terrains, n'ont pas eu accès aux crédits nécessaires au lancement de leurs programmes.

La demande, bien que nettement mieux orientée que les années précédentes, n'a pas dépassé un niveau relativement modeste. Le démarrage de nouveaux chantiers est resté subordonné à des critères précis de taille, de situation géographique ou de cible de clientèle — résidences étudiantes, résidences pour personnes âgées, programmes d'appartements de petite surface. Les établissements de crédit ont conforté cette stratégie en favorisant, notamment, le financement des programmes par tranches, le démarrage de la seconde phase restant subordonné à l'entièvre commercialisation de la première.

### Crédits investisseurs

Les versements de crédits nouveaux se sont nettement accrus (+ 15,8 %). L'accroissement des concours versés a été plus sensible dans le secteur aidé avec, en particulier, une progression de 116,1 % des prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP). Les prêts non aidés ont aussi connu, à l'exception des prêts d'épargne-logement, une forte croissance. Toutefois, l'ampleur de la croissance des crédits du secteur non aidé doit être interprétée avec prudence, compte tenu des modalités de comptabilisation dans certains établissements, des renégociations de prêts sur les neuf premiers mois de l'année 1994. Le montant de ces opérations, en principe hors du champ du recensement des versements de crédits nouveaux, ne peut pas être toujours systématiquement extrait des déclarations, en particulier dans le cas de renégociations externes où le crédit initialement accordé est remboursé par anticipation et un nouveau crédit est accordé par un autre établissement.

Aussi, bien que cette étude se soit appuyée sur des statistiques corrigées du montant connu ou estimé des renégociations, convient-il de considérer ces données comme provisoires et susceptibles d'être modifiées pour l'élaboration des « Comptes financiers du logement en 1994 ».

L'importance relative des concours distribués aux ménages (85,6 %), qui s'est légèrement renforcée, a retrouvé son niveau de 1992.

Parallèlement à la progression des mises en chantier et à l'orientation plus favorable de la commercialisation de logements neufs, les concours à la *construction neuve* se sont sensiblement développés (+ 30,3 %), atteignant 109,6 milliards de francs, contre 84,1 milliards en 1993.

De même, l'augmentation des *transactions sur logements anciens* a mobilisé plus de crédits que l'année précédente (+ 8,9 %). Avec 45 % des crédits versés (126,1 milliards de francs), contre 39,1 % pour la construction neuve, ce secteur conserve toujours une part prépondérante dans les crédits investisseurs.

Les crédits octroyés pour le financement des *travaux d'amélioration-gros entretien*, qui représentent 15,9 % du total des crédits investisseurs, ont augmenté de 5,7 %. Les prêts consentis par la Caisse des dépôts et consignations — composés essentiellement des prêts complémentaires à la subvention Palulos pour la réhabilitation du patrimoine social détenu par les organismes publics et parapublics — ont diminué de 8,3 % (cf. supra).

Analysé sous l'angle des réseaux distributeurs, le montant des concours distribués par les *banques* et les *institutions financières* n'a guère évolué par rapport à l'année précédente (65,0 %, contre 65,9 %). En revanche, la contribution des *autres institutions* présente un profil différent. En effet, la part du Crédit foncier de France et du Comptoir des entrepreneurs (11,0 %, contre 8,1 %) s'est accrue, en raison de la bonne orientation des financements aidés, tandis que celle de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne s'est contractée.

#### *Crédits aidés de caractère social*

La progression de la distribution des concours financiers au logement social observée depuis 1991 s'est poursuivie (+ 29,3 %), le montant des prêts versés atteignant 52,9 milliards de francs, soit 18,9 % des financements accordés par les établissements de crédit en 1994, contre 16,9 % en 1993.

Les *prêts locatifs aidés* (PLA) ont représenté la majeure partie des concours au logement social (51,6 %). En 1994, 90 000 PLA, dont 10 000 PLA d'insertion, ont été inscrits au budget de l'État contre 101 000 en 1993. Au total, 51,6 milliards de francs ont été distribués par les établissements habilités, la Caisse des dépôts et consignations et le Crédit foncier de France étant intervenus respectivement à hauteur de 91 % et 9 %.

La part des *prêts locatifs aidés d'insertion*, transformés en *prêts locatifs aidés très sociaux* depuis juin 1994, est demeurée relativement stable d'une année à l'autre. Les crédits distribués sont passés de 1 048 millions de francs à 1 083 millions, soit 4,3 % des versements de PLA. À compter de juin 1994, l'objet du PLA d'insertion, jusqu'alors limité aux opérations d'acquisition dans l'ancien, a été élargi à la construction ou à l'acquisition de logements neufs ou aux opérations de transformation de locaux en logements.

En 1994, l'État a maintenu une politique de soutien à l'accession à la propriété avec un programme de 55 000 *prêts aidés à l'accession à la propriété* (PAP) qui, avec le décalage des versements des dotations du plan de relance, s'est traduit par un accroissement de 116 % (18,8 milliards de francs, contre 8,7 milliards un an auparavant) des concours distribués à ce titre. Par ailleurs, l'impact des mesures budgétaires a été renforcé par le maintien d'un taux d'intérêt attractif. Enfin, le relèvement des plafonds de ressources intervenu en 1993 et la convention signée le 1<sup>er</sup> septembre 1993 entre l'État et les partenaires sociaux gestionnaires du 1 %, qui ouvrait la possibilité d'octroyer, aux accédants remplissant les conditions d'obtention des prêts PAP ou PAS (cf. infra), des prêts complémentaires plus importants et une prime non remboursable afin d'étoffer leur apport personnel, ont contribué à élargir la demande potentielle.

En outre, l'autorisation exceptionnelle, à partir de septembre 1993, de pouvoir financer à l'aide d'un PAP diffus un logement neuf figurant dans un programme déjà réalisé a participé à la résorption des stocks des promoteurs.

#### *Autres crédits investisseurs*

Les versements afférents aux *prêts locatifs intermédiaires* (PLI) consentis par la Caisse des dépôts et consignations et par les institutions financières spécialisées n'ont guère varié, passant de 2 851 millions de francs à 2 979 millions.

Après plusieurs années de repli, la distribution de *prêts conventionnés* s'est inscrite en progression (+ 28,1 %), en raison de la montée en régime des *prêts à l'accession sociale* (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés destinés aux ménages à revenus moyens instaurée en mars 1993 (9,2 milliards de francs mis en force, après 2,2 milliards en 1993) et particulièrement adapté à l'acquisition de logements anciens. Aussi, la part des prêts conventionnés dans le total des crédits investisseurs s'est-elle légèrement renforcée. Toutefois, ces concours demeurent fortement concurrencés par les autres formules du secteur libre qui offrent des taux relativement proches et ne sont pas soumises à des contraintes administratives de mise en place.

Les *prêts d'épargne-logement* ont accusé un repli de 10,8 %, imputable à la baisse de la collecte sur les plans d'épargne-logement à la fin des années quatre-vingt qui a entraîné une diminution des droits à prêts à la disposition des ménages. Leur part de marché s'est donc nettement contractée (24,8 %, contre 31,4 % en 1993). Plus de 46 % des versements ont concerné des opérations d'acquisition de logements anciens, assorties ou non de travaux, tandis que ceux des secteurs de l'amélioration-gros entretien et de la construction neuve ont respectivement représenté 26,5 % et 27,1 %.

Les *concours du secteur libre* ont bénéficié de conditions tarifaires plus favorables et d'efforts commerciaux accrus de la part de nombreux établissements de crédit. Les versements ont enregistré une progression marquée, tant pour les prêts éligibles au marché hypothécaire (+ 26,3 %) que pour les autres prêts non éligibles au marché hypothécaire (+ 21,3 %). Au total, leur part de marché s'est élevée à 59,8 %, contre 55,0 % un an plus tôt, évolution qui s'explique à la fois par le tassement de l'épargne-logement et par l'accroissement des investissements immobiliers locatifs, les emprunteurs ne pouvant que très partiellement faire appel aux autres formes de prêts. Le secteur libre a également bénéficié de l'orientation à la baisse des taux d'intérêt durant le premier semestre et de la concurrence entre les établissements de crédit qui, pour placer leurs propres produits, ont largement diversifié leur offre. À côté des concours classiques à amortissement constant, une majorité d'établissements commercialise un ou plusieurs produits modulables. Ces financements, adaptés aux éventuelles variations de revenu des emprunteurs, permettent de moduler les charges de remboursement en s'ajustant sur la durée des prêts qui n'est donc pas nécessairement prédéterminée.

## 5.2. Le coût du financement

Au cours du premier semestre, la baisse des taux directeurs s'est répercute sur les taux de marché. Ainsi, les taux interbancaires à 1 mois et à 3 mois qui s'élevaient respectivement à 6,52 % et 6,32 % en janvier 1994, sont-ils descendus à 5,52 % et 5,56 % en moyenne mensuelle en juin, pour remonter à 5,65 % et 5,95 % en décembre. Dans un contexte international de remontée des taux obligataires, les taux à long terme français se sont redressés tout au long de l'année. L'OAT à 10 ans, qui avait atteint un niveau exceptionnellement bas en janvier (5,67 % en moyenne mensuelle), est remontée à 8,02 % en décembre.

En 1994, les établissements de crédit ont conduit une politique visant à développer les concours aux particuliers, notamment en matière de prêts immobiliers. La concurrence a d'abord porté sur les taux d'intérêt tout en s'accompagnant d'un processus d'enrichissement de l'offre (cf. supra). Alors que le relèvement du coût des ressources s'était déjà amorcé, les établissements de crédit ont continué de réduire le taux des crédits nouveaux à l'habitat. Aussi, au cours du troisième trimestre 1994, l'écart entre le taux effectif global des crédits immobiliers à taux fixe aux particuliers et le taux de l'OAT à 10 ans ne représentait-il plus que 83 points de base, contre 385 points de base en janvier 1994. Disposant d'une marge de manœuvre très étroite sur les taux, les banquiers se sont attachés à sensibiliser leur clientèle sur les avantages des produits modulables et la qualité du service, comme la rapidité de décision et de

mise à disposition des fonds. Les établissements de crédit sont néanmoins restés vigilants et ont maintenu une attitude sélective dans l'examen des dossiers de financement des ménages. Les niveaux de l'apport personnel et d'endettement présentés ont constitué les éléments déterminants dans la décision d'octroi des crédits, également soumis aux garanties classiques et à la souscription d'une assurance perte d'emploi.

La baisse des taux des prêts immobiliers, qui s'est accélérée à partir du second semestre 1993 et s'est prolongée jusqu'au troisième trimestre 1994, a incité les ménages à négocier la révision des taux auxquels ils avaient initialement contracté leurs prêts. Ainsi, en juillet 1994, le taux effectif global moyen des crédits immobiliers à taux fixe était inférieur de 3,04 points à son niveau de janvier 1991, l'essentiel de la décrue s'étant opéré entre janvier 1993 et septembre 1994 (- 2,62 points). Le mouvement de renégociation des taux des prêts immobiliers, qui est intervenu au cours des neuf premiers mois de l'année, est toutefois de bien moindre ampleur que celui des années 1987-1988. En effet, au cours de cette période, l'écart de taux atteignait en moyenne 7 points pour les prêts éligibles au marché hypothécaire ayant été accordés en 1981. Il est vraisemblable qu'en 1994 la diminution de moindre ampleur des taux ait favorisé un certain attentisme chez les ménages qui avaient anticipé une poursuite de la baisse.

### Évolution des taux en fonction de la nature des crédits

Dans le secteur aidé, les taux fixes des *prêts locatifs aidés* (PLA) n'ont pas été révisés. Ils s'établissaient à 6,5 % pour ceux distribués par le Crédit foncier de France et 5,8 % pour ceux consentis par la Caisse des dépôts et consignations. La valeur trimestrielle de l'indice de référence des formules à taux variables a diminué de 0,5 point entre le premier et le troisième trimestre, pour remonter de 1 point au quatrième trimestre. Au total, il s'inscrivait à 7,2 % en fin de période, contre 6,7 % en début d'année. Les taux des *prêts locatifs aidés d'insertion* (PLA-I) sont demeurés à 5,80 % en 1994.

En ce qui concerne les conditions débitrices applicables aux *prêts aidés à l'accession à la propriété* (PAP), aucune modification n'est intervenue pour les formules à taux fixes. Elles restent fixées entre 6,60 % et 6,95 % selon la durée du prêt. En ce qui concerne les formules à taux variables, leur indice de référence a également diminué jusqu'au troisième trimestre, passant de 6,0 % à 5,6 % pour les PAP du régime 1984 et de 5,8 % à 5,5 % pour ceux du régime 1991. En fin d'année, l'indice était remonté respectivement à 6,3 % et 6,1 %.

Dans le secteur réglementé, les taux des *prêts d'épargne-logement*, inchangés depuis 1986, ont été abaissés de 6,32 % à 5,54 % pour les plans d'épargne-logement ouverts depuis le 7 février 1994 et de 4,25 % à 3,75 % pour les comptes d'épargne-logement souscrits à compter du 16 février 1994.

De son côté, le taux de référence des *prêts conventionnés* est passé de 6,6 % en novembre 1993 à 6,0 % en mars 1994, pour remonter jusqu'à 8,1 % en décembre. Ainsi, compte tenu des marges maximales applicables à ces taux de référence, les conditions d'octroi des prêts étaient plafonnées en fin d'année entre 10,40 % et 10,85 % selon la durée du prêt. Par rapport à ces références, les taux moyens pratiqués par les différents réseaux se situaient en décembre à l'intérieur d'une fourchette 8,49 %-8,77 % pour les concours d'une durée inférieure à 15 ans et 8,78 %-9,04 % pour les concours d'une durée plus longue, soit des valeurs comparables à celles enregistrées un an auparavant.

Les taux maximum autorisés pour les *prêts à l'accession sociale* (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés mis en place en 1993, sont déterminés par rapport au taux de référence des prêts conventionnés « ordinaires » (PC) déduction faite d'une marge inférieure de 0,6 point. Aussi les conditions débitrices des PAS ont-elles suivi une évolution analogue, avec un écart de 0,3 à 0,6 point par rapport aux prêts conventionnés, selon les échéances.

Également réglementées, les conditions débitrices des *prêts locatifs intermédiaires* (PLI), distribués par le Crédit foncier de France et le Comptoir des entrepreneurs, ont été abaissées de 0,5 point en juin, rejoignant ainsi le taux déjà appliqué aux PLI distribués par la Caisse des dépôts et consignations, soit 6,5 %.

Les *crédits du secteur libre*, éligibles ou non au marché hypothécaire, ont également enregistré une détente de leurs conditions tarifaires au premier semestre. Par la suite, la remontée des taux à long terme a conduit à un renchérissement du coût de ces prêts qui, en fin d'année, était très proche de celui observé un an plus tôt. À fin décembre 1994, les taux effectifs globaux les plus couramment pratiqués se situaient à l'intérieur d'une bande de variation 8,49 %-9,25 % ou 8,62 %-9,40 % selon que les concours étaient éligibles ou non au marché hypothécaire. En 1994 encore, les conditions les plus favorables consenties aux emprunteurs sur des prêts du secteur libre ont donc pu être aussi attractives que celles des prêts conventionnés.

Enfin, si les taux des *crédits promoteurs* ont également été ajustés à la baisse au premier semestre, mais dans des proportions plus limitées, ils se sont ensuite stabilisés. Finalement, le coût de ces concours demeurait en fin de période inférieur d'environ 0,6 point à celui de fin 1993. Les taux moyens s'établissaient entre 9,24 % et 9,94 % à fin décembre 1994.

### Évolution des taux en fonction des circuits de distribution

Les tendances observées en 1993 — des conditions débitrices très proches d'un réseau à l'autre qui reflétaient essentiellement le risque-client — se sont vérifiées en 1994. Les fourchettes de taux pratiqués dépendent principalement des caractéristiques des dossiers présentés, même si la concurrence entre prêteurs ne s'est pas démentie, notamment de la part des établissements non spécialisés pour lesquels le crédit immobilier a fait assez fréquemment office de produit d'appel. Les établissements de crédit sont toutefois demeurés attentifs dans la sélection des dossiers et exigeants en matière de sécurité de l'opération : taux de précommercialisation des programmes pour les concours aux promoteurs, garanties apportées pour les crédits investisseurs — hypothèques, caution, assurance perte d'emploi notamment.

D'une manière générale, les dossiers traités ont été le plus souvent assortis de conditions fixes ; les formules à taux variables n'ont représenté en 1994 qu'environ 15 % de la production des établissements prêteurs, contre 18 % l'année précédente, l'avantage en termes de nominal par rapport aux taux fixes, entre 0,1 point et 0,5 point, n'apparaissant pas suffisamment incitatif. Enfin, de plus en plus d'emprunteurs espèrent pouvoir renégocier les conditions tarifaires initiales de leurs prêts en cas de baisse sensible des taux. Les indices de référence les plus couramment utilisés sont le TME ou le TIOP.

**ÉVOLUTION DES CRÉDITS NOUVEAUX À L'HABITAT  
CONSENTIS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)**

*(flux en milliards de francs – répartition et variation en pourcentage)*

	1993		1994 (b)		Variation 1994/1993
	Crédits versés	Répartition	Crédit versés	Répartition	
<b>VENTILATION PAR CATÉGORIES DE CONCOURS</b>					
<b>A. CRÉDIT AIDÉS DE CARACTÈRE SOCIAL</b>					
– Prêts locatifs aidés (PLA).....	24,8	60,6	27,3	51,6	10,1
– Prêts complémentaires Palulos.....	7,2	17,6	6,6	12,5	- 8,3
– Prêts à l'accession à la propriété (PAP).....	8,7	21,3	18,8	35,5	116,1
– Autres prêts (c) .....	0,2	0,5	0,2	0,4	0,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>40,9</b>	<b>100,0</b>	<b>52,9</b>	<b>100,0</b>	<b>29,3</b>
<b>B. AUTRES CRÉDITS INVESTISSEURS</b>					
– Prêts conventionnés (PC) .....	27,4	13,6	35,1	15,4	28,1
– Prêts principaux d'épargne-logement.....	63,1	31,4	56,3	24,8	- 10,8
– Prêts éligibles au marché hypothécaire.....	35,8	17,8	45,2	19,9	26,3
– Autres concours (d).....	74,8	37,2	90,7	39,9	21,3
<b>TOTAL</b> .....	<b>201,1</b>	<b>100,0</b>	<b>227,3</b>	<b>100,0</b>	<b>13,0</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL</b> .....	<b>242,0</b>	<b>100,0</b>	<b>280,2</b>	<b>100,0</b>	<b>15,8</b>
<b>VENTILATION PAR RÉSEAUX DISTRIBUTEURS</b>					
– CDC et caisses d'épargne.....	62,9	26,0	67,3	24,0	7,0
– CFF et CDE .....	19,7	8,1	30,8	11,0	56,3
– Autres établissements de crédit (e).....	159,4	65,9	182,1	65,0	14,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>242,0</b>	<b>100,0</b>	<b>280,2</b>	<b>100,0</b>	<b>15,8</b>
<b>VENTILATION PAR MARCHÉS</b>					
– Construction neuve .....	84,1	34,8	109,6	39,1	30,3
– Acquisition d'ancien .....	115,8	47,9	126,1	45,0	8,9
– Amélioration-gros entretien.....	42,1	17,4	44,5	15,9	5,7
<b>TOTAL</b> .....	<b>242,0</b>	<b>100,0</b>	<b>280,2</b>	<b>100,0</b>	<b>15,8</b>
<b>VENTILATION PAR SECTEURS BÉNÉFICIAIRES</b>					
– Ménages.....	205,2	84,8	239,9	85,6	16,9
– Sociétés de location .....	36,8	15,2	40,3	14,4	9,5
<b>TOTAL</b> .....	<b>242,0</b>	<b>100,0</b>	<b>280,2</b>	<b>100,0</b>	<b>15,8</b>

(a) Une présentation plus détaillée de ces résultats sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 20, août 1995.

(b) Chiffres provisoires

(c) Prêts aux fonctionnaires, prêts bonifiés de la CNCA

(d) Prêts à court, moyen ou long terme des banques, des sociétés financières, des caisses d'épargne et de divers organismes (CDC, CFF et CDE)

(e) Établissements de crédit : banques AFB, banques populaires, Crédit agricole, Crédit mutuel, sociétés financières

# 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

### Banque de France

#### *Décision du Conseil général en date du 24 mai 1995 relative à la mise en place d'un contrôle automatisé des accès aux bâtiments du siège central de la Banque de France*

Le Conseil général de la Banque de France,

Vu la déclaration faite par la Banque de France à la Commission nationale de l'informatique et des libertés le 11 février 1993 ;

Après en avoir délibéré,

#### DÉCIDE :

**Article premier** : Création d'un traitement informatique du contrôle des accès aux bâtiments du siège social de la Banque de France

Il est créé un traitement informatique du contrôle des accès aux bâtiments du siège social de la Banque de France qui procède à la vérification des cartes magnétiques d'accréditation des personnes accédant à ces locaux.

#### **Article 2** : But du traitement

Le traitement a pour but de permettre aux services de sécurité de la Banque de déceler les personnes qui franchissent irrégulièrement les portillons automatiques non gardiennés donnant accès aux bâtiments du siège social de la Banque de France.

**Article 3** : Nature des informations recensées et durée de conservation

Les informations recensées sont constituées :

*Pour le fichier des cartes magnétiques :*

- du numéro de la carte ;
- du nom du titulaire de la carte ;
- du prénom du titulaire de la carte ;
- du matricule lorsqu'il s'agit d'un agent de la Banque de France ;
- du code de service d'affectation pour les agents de la Banque de France ou de société pour le personnel des entreprises extérieures ;
- du code d'appartenance dans le service d'affectation pour les agents de la Banque de France ;
- du modèle horaire du titulaire de la carte ;
- de la date de validité de la carte ;
- de la date d'invalidité de la carte ;
- du nom de la personne visitée ;
- de la date et de l'heure de la visite.

Les informations contenues dans le fichier des cartes magnétiques pourront être mises à jour par rapprochement avec le fichier des agents appartenant à la Banque de France géré par la direction générale du Personnel qui a fait l'objet d'une déclaration à la Commission nationale de l'informatique et des libertés le 30 janvier 1991.

*Pour le fichier des mouvements :*

- du nom du titulaire ;
- du numéro de la carte ;
- du numéro du lecteur de la carte ;
- de l'implantation du lecteur de carte ;
- de l'heure de lecture ;

– du résultat de lecture avec l'indication : passage autorisé ou refusé.

Les durées de conservation des informations nominatives contenues dans les fichiers sont fixées à :

*Pour le fichier des cartes magnétiques :*

– la date de cessation des activités du titulaire au siège social de la Banque de France.

*Pour le fichier des mouvements :*

– un mois pour les agents de la Banque de France et le personnel des entreprises prestataires de service ;

– trois mois pour les visiteurs.

#### **Article 4 : Diffusion des informations**

Les informations recensées sont destinées exclusivement au personnel de surveillance et aux responsables du service de la Sécurité, au personnel chargé de l'accueil, aux responsables de la sécurité de la Caisse générale sur habilitation donnée par le chef du service de la Sécurité qui fixe les limites de l'habilitation de chaque utilisateur.

#### **Article 5 : Droit d'accès et de rectification**

Toute personne qui souhaite connaître, contester et, le cas échéant, faire rectifier les informations figurant à son nom dans les fichiers informatisés doit, conformément aux dispositions de l'article 34 de la loi n° 78-17 du 6 juin 1978, s'adresser à la direction du Contrôle et de l'Information de gestion, service de la Sécurité.

#### **Article 6 : Publication**

Le présent arrêté fera l'objet d'une diffusion à l'ensemble du personnel concerné par voie de circulaire.

### ***Décision du Conseil général en date du 24 mai 1995 relative à la mise en place d'un système de vidéo surveillance des accès aux bâtiments du siège de la Banque de France placés sous contrôle automatisé***

Le Conseil général de la Banque de France,

Vu la déclaration faite par la Banque de France à la Commission nationale de l'informatique et des libertés le 17 février 1994 ;

Après en avoir délibéré,

**DÉCIDE :**

**Article premier** : Création d'un enregistrement numérique des tentatives ou franchissements irréguliers des accès aux bâtiments du siège social de la Banque de France

Il est créé un enregistrement numérique des tentatives ou franchissements irréguliers des portillons automatiques non gardiennés donnant accès aux bâtiments du siège social de la Banque de France. Le dispositif d'enregistrement est constitué de caméras vidéo associées à un enregistreur numérique qui mémorise uniquement les séquences de franchissements irréguliers des portillons automatiques non gardiennés.

#### **Article 2 : But du traitement**

L'enregistrement des images d'un passage irrégulier a pour but de renforcer la sécurité d'utilisation des portillons automatiques non gardiennés donnant accès aux bâtiments du siège social de la Banque de France, de permettre la détection des anomalies éventuelles de fonctionnement de ces portillons, et d'identifier les personnes qui s'introduiraient ou tenteraient de s'introduire frauduleusement dans les locaux de la Banque.

**Article 3 : Nature des informations recensées et durée de conservation**

*Les informations recensées sont constituées de :*

- l'enregistrement de l'image de la personne franchissant irrégulièrement un portillon automatique non gardienné ;
- le numéro de la caméra enregistreuse ;
- la date et l'heure de l'événement.

Une alarme lumineuse et sonore se déclenche sur le portillon concerné et dans le poste des gardiens en même temps que l'enregistrement. Le système permet de visualiser quelques images de la personne engagée dans le passage, enregistrées avant le déclenchement de l'alarme lumineuse et sonore.

La durée de conservation des images et informations enregistrées est fixée à quarante-huit heures.

**Article 4 : Diffusion des informations**

Les informations enregistrées sont destinées exclusivement au personnel chargé localement de la surveillance de l'entrée et, si nécessaire, au personnel du service de la Sécurité.

**Article 5 : Droit d'accès et de rectification**

Toute personne qui souhaite connaître, contester et, le cas échéant, faire rectifier les informations enregistrées à son nom doit, conformément aux dispositions de l'article 34 de la loi n° 78-17 du 6 juin 1978, s'adresser au chef du service de la Sécurité. La demande de consultation doit être faite par écrit et parvenir à son destinataire dans le délai maximum de vingt-quatre heures après l'enregistrement du passage.

**Article 6 : Publication**

Le présent arrêté fera l'objet d'une diffusion à l'ensemble du personnel concerné par voie de circulaire.

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

du 1<sup>er</sup> au 31 mai 1995

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,75 % octobre 2005, 8,50 % octobre 2008  
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 2 mai 1995

Le jeudi 4 mai 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis sera compris entre 16 milliards de francs et 18 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 7,75 % octobre 2005 de 2 000 francs Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 150 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2005.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 26 mai 1995, soit 90,46 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 26 mai 1995, soit 99,20 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 26 mai 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 4 mai 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 5 mai 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 7,75 % OCTOBRE 2005</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,84	2 000 000 000	2 000 000 000	99,84
99,82	1 400 000 000	3 400 000 000	99,83
99,80	3 100 000 000	6 500 000 000	99,82
99,78	3 100 000 000	9 600 000 000	99,80
99,76	3 300 000 000	12 900 000 000	99,79
99,74	1 450 000 000	14 350 000 000	99,79
99,72	400 000 000	14 750 000 000	99,79
99,70	900 000 000	15 650 000 000	99,78
99,68	1 250 000 000	16 900 000 000	99,77
99,66	550 000 000	17 450 000 000	99,77
99,64	200 000 000	17 650 000 000	99,77
99,62	500 000 000	18 150 000 000	99,76
99,60	1 750 000 000	19 900 000 000	99,75
99,56	500 000 000	20 400 000 000	99,75
Prix limite retenu : 99,74 % (taux de rendement : 7,78 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,79 % (taux de rendement : 7,77 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 6 avril 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	18 250	14 350	- 3 900
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,79	7,78	- 0,01
– au prix moyen pondéré .....	7,78	7,77	- 0,01

<b>OAT 8,50 % OCTOBRE 2008</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
104,80	350 000 000	350 000 000	104,80
104,78	200 000 000	550 000 000	104,79
104,76	650 000 000	1 200 000 000	104,78
104,74	150 000 000	1 350 000 000	104,77
104,72	600 000 000	1 950 000 000	104,76
104,70	390 000 000	2 340 000 000	104,75
104,70	260 000 000	2 600 000 000	104,74
104,68	400 000 000	3 000 000 000	104,73
104,66	100 000 000	3 100 000 000	104,73
104,64	200 000 000	3 300 000 000	104,73
104,62	100 000 000	3 400 000 000	104,72
104,60	600 000 000	4 000 000 000	104,70
104,58	500 000 000	4 500 000 000	104,69
104,54	100 000 000	4 600 000 000	104,69
104,40	200 000 000	4 800 000 000	104,68
Prix limite retenu : 104,70 % (taux de rendement : 7,91 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 60,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 104,75 % (taux de rendement : 7,90 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 2 mars 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	4	2 340	2 336
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	8,08	7,91	- 0,17
– au prix moyen pondéré.....	8,08	7,90	- 0,18

– *Résultat global de l'adjudication  
du 5 mai 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 4 mai 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) n'ont pas présenté de soumission non compétitive avant la séance.

Le montant des offres non compétitives consécutives à la séance s'élève à 2 328 millions de francs. Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 16 690 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 19 018 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
	14 350	Avant la séance	Après séance	
		1 994	334	
OAT 7,75 % octobre 2005 .....	14 350	1 994	334	16 344
OAT 8,50 % octobre 2008 .....	2 340			2 674
<b>Total.....</b>	<b>16 690</b>	<b>2 328</b>		<b>19 018</b>

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

**Communiqué de la Banque de France,  
en date du 29 mai 1995, relatif à  
la publication par l'IME du  
Rapport TARGET**

L'Institut monétaire européen (IME) publie aujourd'hui un « *Rapport sur le système TARGET* », qui concerne les mécanismes de paiement que les banques centrales européennes mettront en œuvre lors de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM). Ce rapport a été préparé par le Groupe de travail sur les systèmes de paiement européens, présidé par le Dr T. Padoa-Schioppa, et approuvé par le Conseil de l'IME. Il expose de façon détaillée les objectifs du système, explique son organisation et analyse ses modalités de fonctionnement ainsi que les relations qu'il pourra avoir avec d'autres systèmes de paiement. Il traite également des conséquences pour le système TARGET de la transition vers la phase III de l'UEM.

Les deux objectifs principaux du système TARGET consistent, d'une part, à permettre la mise en œuvre de la politique monétaire unique

en phase III et, d'autre part, à améliorer la fiabilité des systèmes de paiement européens. Ces objectifs seront atteints grâce à une plus grande utilisation des procédures de règlement brut en temps réel. TARGET améliorera également l'efficacité des paiements transfrontière en phase III, dans le cadre des dispositions de l'article 109f (3) du traité sur l'Union européenne.

Conformément au Traité, le système TARGET sera un dispositif décentralisé, reposant sur les systèmes à règlement brut nationaux d'une part, ainsi que sur un ensemble de procédures et d'infrastructures communes destiné à assurer leur interconnexion (le « Système d'interconnexion ») d'autre part.

Les systèmes à règlement brut nationaux conserveront leurs caractéristiques spécifiques, pour autant que cela ne remette pas en cause ni la politique monétaire unique du SEBC, ni les conditions d'exercice d'une concurrence équitable entre les établissements de crédit. En effet, lors de la phase III, les systèmes à règlement brut nationaux seront non seulement des systèmes locaux, mais aussi une partie intégrante du système unifié TARGET.

Le système TARGET traitera les paiements en écus en tant que nouvelle monnaie unique dans la phase III de l'Union économique et monétaire. Toutefois, si au début de la phase III les anciennes monnaies nationales continuent, pendant une période transitoire, d'exister en tant que dénomination de la nouvelle monnaie unique, les systèmes à règlement brut nationaux pourront traiter des transactions à la fois en écus et en monnaie nationale. En outre, les banques centrales des États membres de l'Union européenne qui ne participent pas à la phase III dès le début pourront, si elles le souhaitent, être reliées au système d'interconnexion, afin de traiter la monnaie unique comme une devise étrangère. Néanmoins, dans tous les cas, le système d'interconnexion fonctionnera en écus.

Conformément au principe d'économie de marché, l'utilisation du système TARGET ne sera obligatoire, lors de la phase III de l'UEM, que pour les paiements liés aux opérations de politique monétaire. TARGET pourra également traiter d'autres types de paiement, mais des circuits alternatifs pourront continuer à être utilisés (correspondants bancaires, systèmes à règlement net dans certains pays).

La mise en œuvre du système décrit dans ce rapport est actuellement en cours. Dans cette perspective, les banques centrales de l'Union européenne et l'IME suivent attentivement l'évolution des systèmes à règlement brut nationaux et le développement du système d'interconnexion.

Le rapport est distribué par chaque banque centrale européenne aux parties concernées de son pays. Il est également disponible auprès de l'IME, à l'adresse suivante :

#### **Institut monétaire européen**

Secrétariat général – Service des systèmes de paiement

Eurotower – Kaiser Strasse 29

60311 Francfort

Allemagne

Télécopie : (00 49 69) 27 227 227

**Journal officiel du 17 mars 1995 –  
Seuils de l'usure applicables  
à compter du 1<sup>er</sup> avril 1995**

**TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 1 <sup>er</sup> trimestre 1995	Seuils de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> avril 1995
<b>CRÉDITS AUX PARTICULIERS</b>		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe .....	9,29	12,39
– Prêts à taux variable.....	9,16	12,21
– Prêts relais.....	10,48	13,97
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	16,46	21,95
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	14,49	19,32
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	11,91	15,88
<b>CRÉDITS AUX ENTREPRISES</b>		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament montant unitaire ≤ à 300 000 francs.....	12,96	17,28
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	8,31	11,08
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,73	12,97
– Découverts en compte (a) montant unitaire ≤ à 500 000 francs.....	12,35	16,47
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans montant unitaire ≤ à 500 000 francs.....	11,95	15,93

*Note* : Les taux moyens ont été calculés à partir des données des enquêtes sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers effectuées par la Banque de France.

- (a) *Commissions de plus fort découvert* : Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de janvier 1995 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois. La commission de plus fort découvert a été calculée à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

***Textes législatifs et gouvernementaux***

JO DES 1<sup>er</sup> ET 2 MAI 1995

– Décret n° 95-495 du 25 avril 1995 modifiant et complétant le décret n° 92-1429 du 30 décembre 1992 pris pour l'application des articles 32 et 109 de la loi n° 92-677 du 17 juillet 1992 relative à l'abolition des frontières fiscales à l'intérieur de la Communauté économique européenne en matière de taxe sur la valeur ajoutée et de droits indirects.

JO DU 5 MAI 1995

– Décret n° 95-519 du 2 mai 1995 modifiant le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 pris pour l'application de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.

– Arrêté du 26 avril 1995 portant reconnaissance du Belgian Futures and Options Exchange.

JO DU 6 MAI 1995

– Décret n° 95-539 du 4 mai 1995 modifiant le code des caisses d'épargne.

JO DU 7 MAI 1995

– Arrêté du 4 mai 1995 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 100 francs.

JO DU 10 MAI 1995

– Décret n° 95-660 du 9 mai 1995 relatif à la procédure de traitement des situations de surendettement des particuliers pris en application du titre III du livre III du code de la consommation.

JO DES 15 ET 16 MAI 1995

– Arrêté du 10 mai 1995 fixant la valeur du coupon à échéance du 12 mai 1995 des obligations assimilables du Trésor 8,50 % mai 1997 en écus (codes Sicovam n° 11 430 et n° 11 431).

JO DU 17 MAI 1995

– Liste des établissements relevant de la loi bancaire (loi du 24 janvier 1984 modifiée, titres I<sup>er</sup> et IV bis) établie au 31 décembre 1994.

# LES SERVICES DANS LA BALANCE DES PAIEMENTS 1985-1994

Au cours des dix dernières années, les « services » ont été l'un des seuls postes de la balance des transactions courantes dégageant régulièrement des excédents élevés. Avec des résultats positifs compris, pour l'essentiel, dans une fourchette de 40 à 70 milliards de francs, les services ont notamment compensé les effets négatifs d'un déficit commercial chronique jusqu'en 1991. Le redressement spectaculaire du commerce extérieur de marchandises, qui s'est traduit par un excédent record de 46,8 milliards de francs dans la balance des paiements en 1994, n'entame cependant pas encore la prépondérance du solde des services.

---

THIERRY DAAN  
*Direction de la Balance des paiements*  
*Service de Centralisation, d'Études et de Relations extérieures*

■ Outre leur contribution, souvent méconnue, à l'amélioration des comptes extérieurs, les échanges de services placent la France parmi les tout premiers exportateurs mondiaux dans ce domaine.

■ La France se situe ainsi au rang de deuxième exportateur de services après les États-Unis, avec plus de 10 % des exportations de services des pays de l'OCDE de 1985 à 1992.

La position de la France au sein des principaux pays de l'OCDE exportateurs de services est mise en évidence dans le tableau ci-dessous. La France maintient une part de marché de l'ordre de 11 % sur l'ensemble de la période, cette part progressant même de deux points en 1992. Ses échanges de services se traduisent également par des excédents parmi les plus élevés des pays de l'OCDE, la France venant, à ce titre, juste après les États-Unis.

<b>ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE SERVICES (a) EXPORTATIONS</b>								
	(en millions de dollars)							
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ÉTATS-UNIS .....	66 256	78 073	87 778	98 014	112 912	131 113	145 658	159 334
FRANCE .....	35 185	43 687	50 144	53 840	59 612	76 221	80 046	98 320
ALLEMAGNE .....	33 513	43 657	51 382	51 938	55 472	68 405	70 056	73 329
ROYAUME-UNI .....	29 723	35 796	42 917	45 883	45 846	53 551	51 483	54 310
JAPON .....	22 681	23 708	29 102	35 280	40 053	41 163	45 079	48 777
ITALIE .....	17 879	22 080	27 470	28 248	30 911	51 667	48 967	58 999
BELGIQUE – LUXEMBOURG .....	13 123	18 192	21 650	24 320	26 411	33 951	36 122	40 384
ESPAGNE .....	12 909	17 797	21 591	24 769	25 100	29 018	31 013	36 008
<b>Total OCDE .....</b>	<b>310 205</b>	<b>377 238</b>	<b>446 558</b>	<b>494 804</b>	<b>534 720</b>	<b>653 747</b>	<b>686 595</b>	<b>761 804</b>

(a) Services à l'exclusion des revenus de facteurs mais comprenant le négoce international et, pour la France, les autres biens et services

Source : OCDE (Services : Statistiques sur les échanges internationaux 1970-1992)  
Réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 36

Mise à jour en 1993

Le périmètre des « services » est harmonisé par l'OCDE pour faciliter les comparaisons internationales, mais il importe d'en préciser le contenu pour ce qui concerne la balance des paiements française. Il est généralement admis<sup>1</sup> qu'il n'existe pas de définition permettant de caractériser sous un seul aspect la diversité des activités concernées.

Dans les balances des paiements, on distingue les services<sup>2</sup> par rapport aux échanges de marchandises ; les premiers sont en outre parfois englobés dans la notion « d'invisibles » pour signifier que ce type d'échanges n'est pas matérialisé au passage des frontières.

<sup>1</sup> L'économie des services Jean Gadrey, collection « Repères »

<sup>2</sup> Cf. annexe 1 pour la définition du contenu des services dans la balance des paiements

Parmi les « invisibles », figurent, cependant à côté des services, les transferts courants, opérations sans réciprocité qui correspondent, par exemple, aux contributions de la France au budget de l'Union européenne, aux dons ou aux transferts d'économies de travailleurs. Les revenus de facteurs qui contribuent, en comptabilité nationale, à la formation du revenu disponible des agents résidents, sont également mis en évidence, et recouvrent trois postes : les revenus du capital (intérêts et autres revenus du capital), les revenus du travail (salaires) et les revenus de la propriété intellectuelle (brevets et redevances). Les réformes actuellement en cours, fondées sur les recommandations du 5<sup>e</sup> Manuel du FMI<sup>1</sup>, modifieront quelque peu le contour des services, en y ajoutant, pour l'essentiel, les opérations de négoce international et en excluant le travail à façon.

Pour la balance des paiements, on retiendra que les services sont l'un des éléments constitutifs des transactions courantes. Du résultat de cette catégorie d'échanges, au même titre que le commerce extérieur de marchandises et les autres paiements courants (transferts courants et revenus de facteurs), dépendra l'évolution de la position des résidents vis-à-vis de l'extérieur. Toutes choses égales par ailleurs, les excédents des transactions courantes permettront aux résidents d'accroître leurs créances sur le reste du monde. Le regroupement des soldes des transactions courantes et des transferts en capital donne par ailleurs une mesure, à quelques corrections méthodologiques près, de la capacité ou du besoin de financement de la nation.

Pour la France, l'analyse de la contribution des différents services au solde<sup>2</sup> des transactions courantes conduit à relever :

- des points forts, constitués principalement des voyages et des services techniques<sup>3</sup>,
- des points faibles, activités structurellement déficitaires parmi lesquelles figurent les transports et les services liés à la communication,
- et, enfin, des activités qui s'inscrivent difficilement dans cette grille de lecture, tant la profonde mutation du contexte international sur la période étudiée a influencé les résultats. Les services financiers et les services d'assurance sont tout particulièrement concernés.

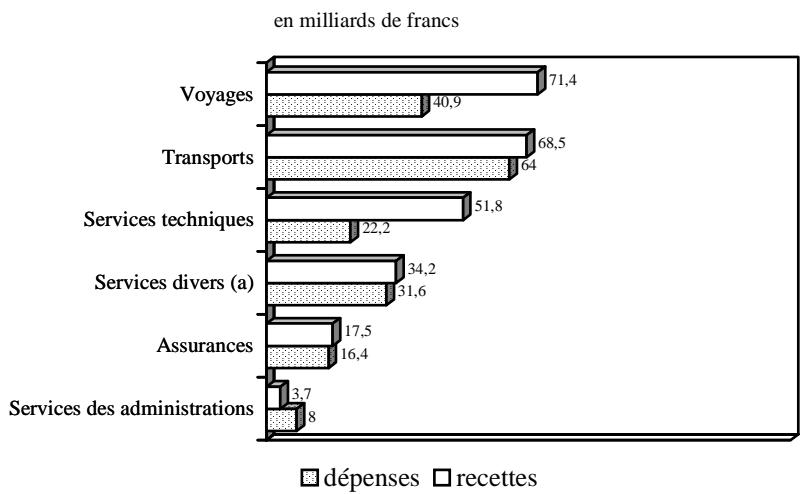
	SOLDES DES TRANSACTIONS COURANTES									
	(en milliards de francs)									
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Transactions courantes .....</b>	<b>-3,1</b>	<b>16,3</b>	<b>-26,6</b>	<b>-28,8</b>	<b>-29,8</b>	<b>-53,6</b>	<b>-34,5</b>	<b>20,5</b>	<b>52,4</b>	<b>54,4</b>
Marchandises .....	- 48,2	- 19,1	- 55,5	- 50,4	- 64,3	- 70,3	- 49,8	15,3	49,2	54,9
d <sup>ont</sup> : <i>Exportations / Importations</i> .....	- 48,6	- 16,9	- 55,7	- 50,7	- 67,9	- 73,7	- 56,4	9,4	38,5	46,8
Services.....	60,0	45,9	38,3	36,0	48,2	44,4	50,1	59,1	59,3	73,1
Revenus de facteurs .....	- 21,2	- 11,5	- 9,8	- 8,6	- 2,7	- 21,3	- 32,6	- 46,9	- 51,8	- 57,9
Autres biens et services.....	29,9	32,7	32,5	34,5	37,2	38,0	39,0	40,1	30,3	29,1
Transferts unilatéraux .....	- 23,6	- 31,7	- 32,1	- 40,3	- 48,3	- 44,4	- 41,4	- 47,1	- 34,6	- 44,7
Source et réalisation : Banque de France										Mise à jour le 7 mars 1995
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 36										

<sup>1</sup> Le périmètre des services est modifié dès 1995 conformément aux recommandations du 5<sup>e</sup> Manuel du FMI. Comme dans les quatre précédentes versions élaborées depuis 1948, le Manuel décrit, dans un but de normalisation, les concepts, les définitions, les classements ainsi que les conventions en matière de statistiques de balance des paiements. Ces principes sont dorénavant en harmonie avec ceux du système de comptabilité nationale 1993.

<sup>2</sup> S'agissant des flux, les données de balance des paiements ne font pas l'objet d'un partage entre volumes et prix. Cette distinction est effectuée par l'INSEE dans les comptes trimestriels.

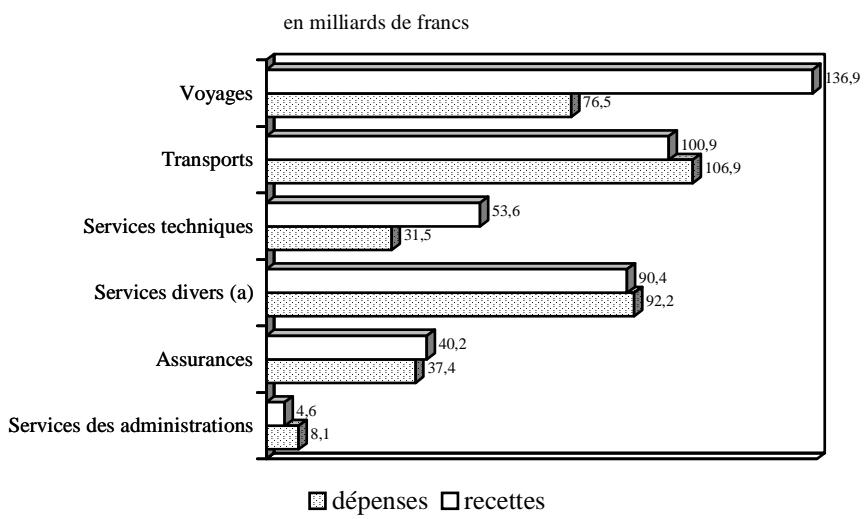
<sup>3</sup> Grands travaux, coopération technique, travail à façon

**LES ÉCHANGES DE SERVICES EN 1985**



(a) Dont Services financiers, et ceux liés à la Communication

**LES ÉCHANGES DE SERVICES EN 1994**



(a) Dont Services financiers, et ceux liés à la Communication

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 36

Mise à jour le 7 mars 1995

## 1. Une nouvelle hiérarchie des points forts

Du milieu des années soixante-dix au milieu des années quatre-vingt, les performances de la balance des services reposaient en majeure partie sur les services techniques et, accessoirement, sur les voyages.

Les services techniques constituaient la principale source d'excédents ; à la fin des années soixante-dix ils représentaient à eux seuls, en moyenne, 65 % du solde positif des services et près de 0,75 % du PIB marchand, contre un peu plus de 30 % de l'excédent pour les voyages.

Au cours des dix dernières années, les rapports se sont progressivement inversés, l'excédent des voyages représente à lui seul la quasi-totalité de celui des services, et certaines années près de 1 point de PIB. La contribution des services techniques à l'excédent, compte tenu des postes déficitaires, est revenue, en revanche, à 33 %.

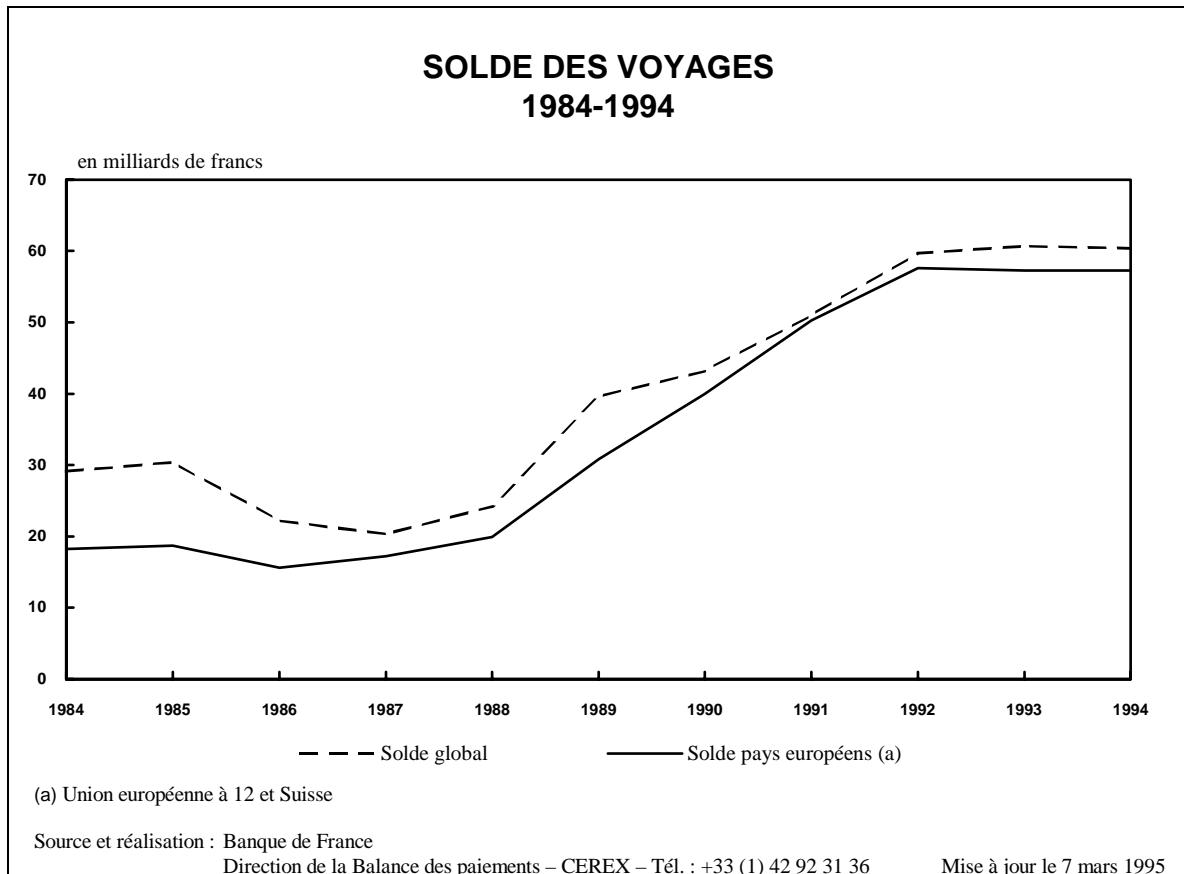
### 1.1. *Le tourisme a pris une place prépondérante*

La performance des voyages, dont l'excédent se monte à 60 milliards de francs depuis 1992, résulte pour l'essentiel d'une dynamique favorable intervenue vers 1988, après qu'une première phase de croissance, liée à l'évolution du cours du dollar, se soit interrompue vers 1986.

Les résultats des voyages au début des années quatre-vingt étaient déjà très favorables. L'excédent de 1984 représentait alors 0,8 % du PIB, pour s'élever ensuite à 1,0 % en 1994 ; au contraire, le taux de couverture des dépenses par les recettes est demeuré stable à 1,8 sur la période.

La phase de croissance des voyages amorcée vers le début des années quatre-vingt apparaît étroitement liée à l'évolution du cours du dollar.

Avec le resserrement de la politique monétaire américaine à partir de 1979 et la hausse des taux d'intérêt à court terme, la contre-valeur en francs de la devise américaine a plus que doublé entre 1979 et 1985. Effets quantité et prix conjugués, les recettes de voyages en dollars ont progressé de 36,9 % de 1983 à 1984 et de 18 % l'année suivante, apportant une forte contribution, de l'ordre de 56 %, à la croissance totale des recettes de voyages. Mais, si la balance touristique a gagné environ 9 milliards de francs de recettes en dollars entre 1983 et 1985, elle en a perdu autant en 1986 et 1987, en phase de repli de la devise américaine. Depuis, la part des recettes en dollars qui atteignait 34 % du total en 1985, est revenue à moins de 14 % en 1994.



Sur la fin de la décennie quatre-vingt, la croissance du tourisme d'origine européenne en France reste modérée. Alors que les dépenses des touristes européens, toutes destinations confondues, progressent de près de 20 % par an, les recettes de même origine n'augmentent en France que de 10 %.

La situation a radicalement changé après 1988, date à partir de laquelle le secteur touristique français gagne des parts de marché. Les dépenses touristiques des européens progressent globalement de 9 % l'an, mais croissent de près de 20 % en France. Dans ces conditions, l'excédent des voyages double pratiquement entre 1988 et 1991, les quelque 30 milliards de francs d'amélioration qui en résultent proviennent en quasi-totalité des touristes européens<sup>1</sup>.

Parmi les facteurs qui expliquent la croissance des recettes de voyages, on soulignera :

– l'amélioration de l'offre, notamment sur le plan qualitatif, avec en particulier une croissance notable de l'investissement dans l'hôtellerie et un effort de promotion à l'étranger du tourisme en France ;

– une meilleure position concurrentielle vis-à-vis des autres destinations touristiques de l'Europe du Sud, en particulier l'Espagne et l'Italie dont les monnaies s'étaient fortement appréciées. Le manque de vigueur de la balance touristique de ces deux pays au cours de la période, montre que certains touristes semblent s'être détournés de ces destinations au profit de la France.

<sup>1</sup> Union européenne à 12 et Suisse

Le plafonnement des recettes entre 1992 et 1994 s'explique principalement par la dépréciation de plusieurs devises, intervenue dans un contexte de fluctuations prononcées des changes, qui a aiguisé la concurrence entre la France et les autres principales destinations de l'Europe du Sud. L'année 1993 a été marquée également par la récession qui a touché plusieurs pays du continent. Néanmoins, les bons résultats atteints en 1992 se sont confirmés au cours des deux années suivantes.

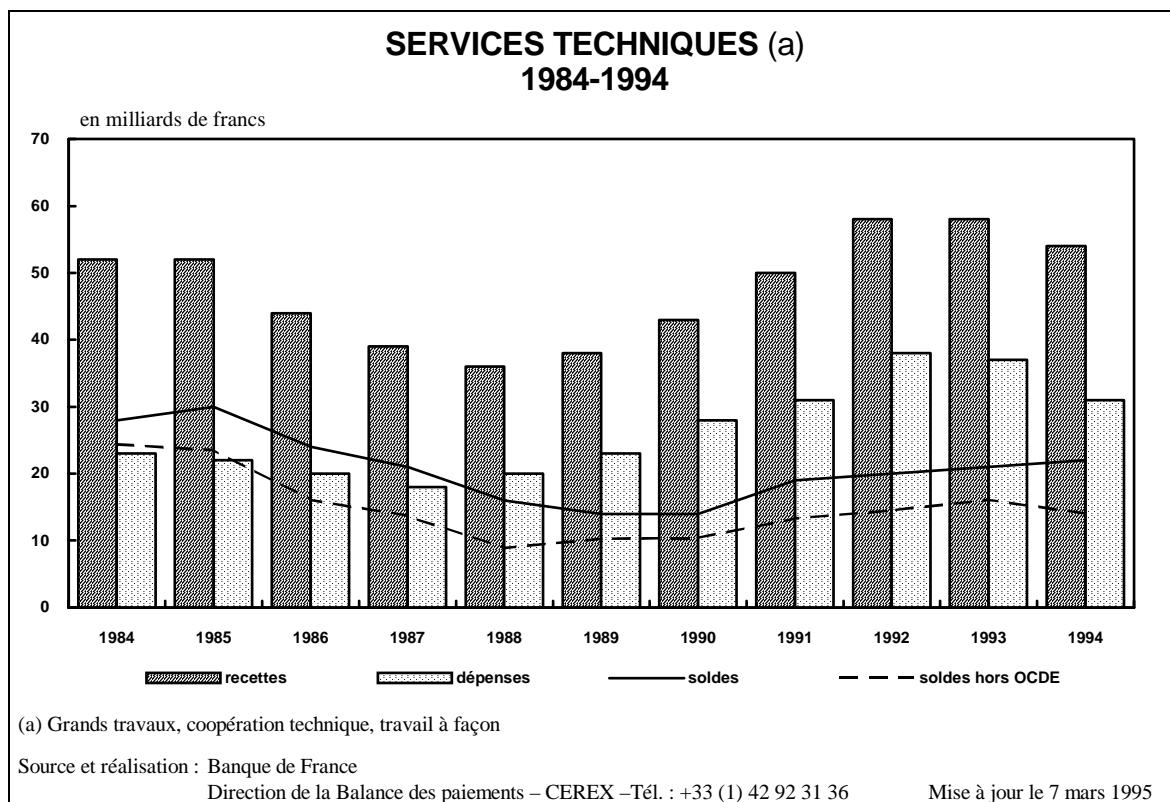
Sur l'ensemble de la période, les dépenses touristiques des Français ont relativement peu influé sur la progression du solde des voyages. Ces dépenses ont crû au rythme moyen de 7,4 % par an, mais leur progression tend à se ralentir depuis 1989. L'amélioration de l'offre en France, mais aussi les inquiétudes relatives au marché de l'emploi, pourraient expliquer le comportement des résidents.

**1.2. La réorientation géographique des services techniques et la filialisation des activités n'ont pas permis de retrouver un niveau d'excédent comparable à celui du début des années quatre-vingt**

Vers le milieu des années quatre-vingt, les exportateurs de services techniques ont été confrontés à un fléchissement de la demande des pays en développement et de l'OPEP, affectés par la crise de l'endettement et le contre-choc pétrolier.

Les recettes de services techniques ont ainsi connu une forte croissance de 1977 à 1984, de 18,4 % en moyenne par an, avant de se contracter au rythme de 11,5 % par an entre 1985 et 1988.

La recherche d'une demande solvable explique la part croissante des prestations réalisées dans les pays de l'OCDE, mais la majeure partie des excédents provient toujours des échanges effectués en dehors de cette zone.



### 1.2.1. La France occupe une position concurrentielle dans le domaine des grands travaux

L'offre française se distingue par :

- la taille, le dynamisme, la notoriété des opérateurs, trois compagnies françaises du bâtiment et des travaux publics figurant parmi les cinq premières entreprises européennes<sup>1</sup>. Les entreprises d'ingénierie jouent également un rôle actif ;
- des positions fortes sur certains marchés, en Europe et en Afrique notamment ;
- une maîtrise du marché français, la part des grands travaux réalisés en France par des entreprises non résidentes étant faible.

Toutefois, un repli des opérations est intervenu dès le milieu des années quatre-vingt. Les recettes des grands travaux, de l'ordre de 17 milliards de francs par an de 1981 à 1985, ne dépassent guère les 11 milliards de francs depuis cette date, et les excédents sont revenus autour de 7 à 8 milliards de francs, après avoir atteint près de 12 milliards en 1985.

Cette évolution reflète la saturation des marchés des pays de l'OPEP et des pays en développement, alors que les opérations réalisées dans les pays de l'OCDE ne progressent pas de manière sensible.

Le développement de l'activité avec les pays de l'OCDE serait pourtant effectif, mais ne trouverait pas sa traduction dans les échanges de services de la balance des paiements : une part notable, et même prépondérante selon les sources professionnelles, de l'activité internationale du secteur du bâtiment et des travaux publics, serait en effet réalisée par l'intermédiaire de filiales. Pour le seul secteur du bâtiment et des travaux publics, l'encours des investissements directs à l'étranger, concentré dans les pays industrialisés, a en effet doublé entre 1989 et 1991. Le mode d'internationalisation des échanges de grands travaux a sans doute évolué pour répondre à une stratégie de pénétration de ces marchés.

### 1.2.2. La part des exportations de coopération technique vers les pays de l'OCDE est devenue majoritaire

En dix ans, les recettes provenant des principaux pays industrialisés sont passées de 40 % à 60 % du total.

Le tassement des exportations vers le milieu des années quatre-vingt dénote la sensibilité de cette catégorie d'échanges à l'évolution de certains marchés. Les recettes avec les pays de l'OPEP ont diminué de 4,7 milliards de francs de 1984 à 1987 pour une diminution totale de 5,4 milliards de francs. Ces difficultés expliquent la réorientation des exportations vers les pays de la zone OCDE.

Du côté des dépenses, on note que le fort contenu technologique de ce type de services se traduit par un niveau de dépenses élevé au profit des pays industrialisés. Une partie de ces échanges résulte d'une coopération internationale en matière d'industrie aéronautique et spatiale. Ainsi, la coordination en France de programmes européens, avec le consortium Airbus ou les programmes de lanceurs de satellites, justifie des contributions nettes versées aux différents partenaires. En contrepartie, les produits finals, constitués des exportations d'Airbus ou des recettes de transport pour ce qui concerne les lancements spatiaux, concourent fortement à l'amélioration des paiements courants.

Au total, les échanges de coopération technique<sup>2</sup> dégagent des excédents de l'ordre de 9 milliards de francs, essentiellement réalisés hors OCDE et découlent en grande partie des prestations des secteurs pétroliers (recherche, conseils), de l'ingénierie et de l'informatique (maintenance, assistance) dont, pour ce dernier secteur, des filiales de firmes multinationales.

<sup>1</sup> Sur la base du chiffre d'affaires consolidé en 1993

<sup>2</sup> Ces échanges ne doivent pas être pris au sens de l'aide technique, apportée aux pays en développement, mais d'échanges de prestations techniques.

### 1.2.3. L'activité de retraitement des combustibles nucléaires contribue sensiblement à la croissance des résultats du travail à façon<sup>1</sup>

Le travail à façon est devenu excédentaire en balance des paiements au début des années quatre-vingt. L'industrie française du retraitement des combustibles nucléaires, qui se situe au premier rang mondial, a fortement contribué, au cours des dernières années, à consolider les résultats positifs.

Figurent également parmi les échanges excédentaires, les réparations aéronautiques opérées dans le cadre d'accords entre des compagnies aériennes résidentes, ou leurs filiales, et des compagnies étrangères.

Les activités déficitaires ont essentiellement pour origine le raffinage de produits pétroliers et les frais de montage de véhicules automobiles réglés par les constructeurs résidents à des filiales à l'étranger.

	SOLDES DES SERVICES									
	(en milliards de francs)									
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Voyages .....	30,4	22,2	20,3	24,2	39,6	43,2	51,0	59,7	60,7	60,4
Services techniques (a) .....	29,7	24,1	21,2	16,2	14,2	14,2	18,6	20,2	21,0	22,1
Transports .....	4,5	3,2	4,7	6,2	-1,8	-7,3	-6,6	-8,5	-7,0	-5,9
Assurances .....	1,1	0,7	-1,0	1,0	-1,5	-0,3	-0,6	-1,6	-1,9	2,9
Services divers .....	2,6	1,1	-1,0	-4,8	1,9	-1,2	-6,8	-5,2	-7,8	-1,8
dont (b) :										
Services financiers .....	-	-	-	-4,7	-2,5	-4,4	-7,5	-6,8	-7,2	-0,9
Services liés à la communication .....	-	-	-	-3,1	-2,2	-2,1	-4,2	-2,5	-2,8	-4,2
Services des administrations .....	-4,1	-3,9	-4,1	-3,5	-3,8	-3,7	-3,9	-3,3	-4,2	-3,6
Autres services (c) .....	-4,2	-1,5	-1,7	-3,4	-0,5	-0,5	-1,5	-2,2	-1,6	-1,0
<b>Total</b> .....	<b>60,0</b>	<b>45,9</b>	<b>38,3</b>	<b>36,0</b>	<b>48,2</b>	<b>44,4</b>	<b>50,1</b>	<b>59,1</b>	<b>59,3</b>	<b>73,1</b>

(a) Grands travaux, coopération technique, travail à façon  
 (b) Détail disponible depuis 1988  
 (c) Frais accessoires et services de gestion

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements  
 CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 36

Mise à jour le 7 mars 1995

## 2. Des faiblesses persistantes

Les faiblesses dont on peut faire état parmi les échanges de services, concernent les transports et les services liés à la communication.

Dans le domaine des transports, par exemple, alors que les capacités de la flotte sous pavillon français se sont notamment réduites, la France importe davantage qu'elle n'exporte par voie maritime.

S'agissant des services liés à la communication, autre activité déficitaire, les pays anglo-saxons se trouvent être des prestataires privilégiés, notamment en matière de services audiovisuels.

Ce constat n'a pas évolué au cours des dernières années. D'autant que dans le secteur des transports, notamment aérien, la concurrence s'est exacerbée.

<sup>1</sup> Plus proches d'une activité industrielle selon la nouvelle lecture des opérations de balance des paiements préconisée par le FMI, les échanges concernés seront dorénavant englobés sous un nouveau concept, celui d'échanges de biens, à côté des exportations et importations de marchandises.

## 2.1. Le transport maritime pèse lourdement sur le déficit d'ensemble des transports

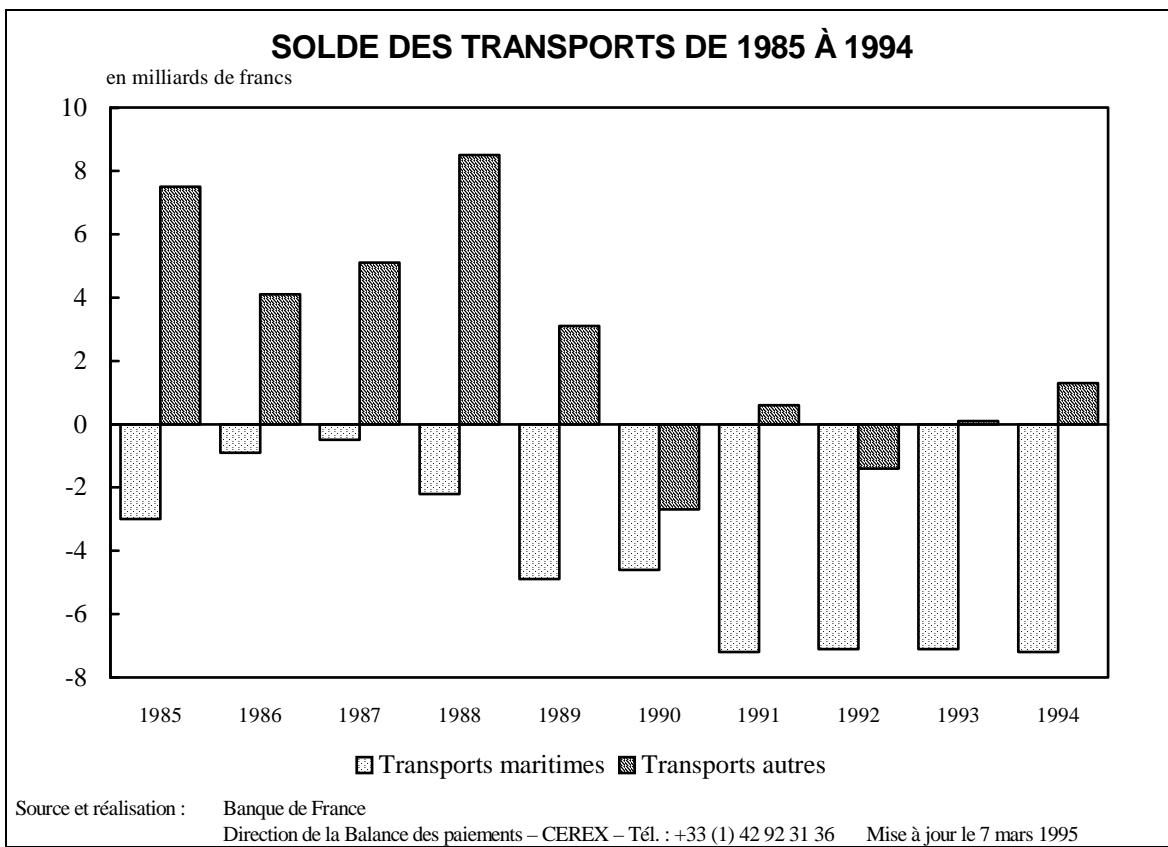
Les services de transport constituent l'un des principaux handicaps de la balance française des services ; le déficit moyen annuel de 7 milliards de francs relevé les cinq dernières années en donne la mesure. Ce handicap est partagé par plusieurs autres pays sur la dernière décennie, comme les États-Unis jusqu'en 1987, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Italie. La zone OCDE dans son ensemble est déficitaire de 1985 à 1991, les pays nordiques, pour l'essentiel, faisant exception.

Le déficit le plus lourd pour la France a pour origine le *transport maritime* qui contribue à plus de 90 % au déficit moyen des transports au cours des cinq dernières années.

Pour ce mode de transport, la France occupe une position faiblement concurrentielle. Selon les professionnels, les contraintes, telles que le respect des normes, le niveau des salaires et des cotisations sociales, qui pèsent inégalement entre flottes sous pavillon national et flottes sous pavillon de complaisance ont créé des distorsions de concurrence. Dans ce contexte, la capacité de la flotte maritime sous pavillon français s'est fortement réduite, passant de 12 millions de tonneaux de jauge brute à 4 millions de 1978 à 1993.

Le transport maritime constitue de surcroît le mode de transport prépondérant à l'importation. Le transport par mer représentait près de 65 % du tonnage des importations françaises en 1985 et reste proche de 60 % en 1994. En outre, la part du transport sous pavillon français, déjà minoritaire à l'exportation, est faible à l'importation (de l'ordre de 25 %).

Dans ces conditions, le transport maritime présente l'un des plus faibles taux de couverture par mode de transport (taux passé de 0,95 en 1977 à 0,7 en 1994). Le déficit moyen des cinq dernières années s'élève ainsi à 6,6 milliards de francs.



Le résultat des *transports autres que maritimes*, après avoir été excédentaire jusqu'en 1989, s'est retourné. Ce mouvement reflète partiellement l'évolution des coûts de transport inclus dans les exportations et importations facturées CAF<sup>1</sup> (coût, assurance, fret) et assimilés. Ces coûts dépendent de la nature des biens transportés, du mode de transport, des tarifs et de la répartition géographique des échanges.

Le solde du « transport aérien » (transport, affrètement, avitaillement) apparaît assez irrégulier, mais reste positif au cours de la période, sous l'influence notamment d'une position très concurrentielle des compagnies résidentes en fret. Mais les résultats du transport aérien de passagers sont négatifs, avec un déficit moyen de plus de 2,5 milliards de francs, et un taux de couverture de 0,9 sur les cinq dernières années.

Le déficit du transport aérien de passagers, qui s'explique par le rapport de forces défavorable aux compagnies françaises, s'inscrit en outre dans un contexte de concurrence accrue.

Le processus de déréglementation amorcé aux États-Unis à la fin des années soixante-dix a d'abord conduit à une concurrence très vive sur le marché intérieur, puis à une offensive sur les liaisons internationales et notamment sur l'Atlantique Nord. La plupart des compagnies aériennes européennes ont perdu des parts de marché depuis quelques années et se sont engagées dans une politique tarifaire qui semble peser sur l'évolution des flux en balance des paiements, notamment en 1994.

Les autres modes de transport ne présentent pas le même degré de faiblesse structurelle que le transport maritime, ou ne subissent pas la concurrence avec autant de vigueur que le transport aérien.

Tel est le cas du transport spatial où la France dispose d'un atout majeur à l'origine d'un excédent annuel moyen de 3,5 milliards de francs de 1988 à 1994, ayant progressé plus particulièrement de 3 milliards de francs à 5 milliards de 1992 à 1993, sous l'effet d'une augmentation des cadences de lancement. En l'espèce, le lanceur Ariane 4 détient plus de 60 % du marché mondial du lancement des satellites commerciaux.

## 2.2. *Le déficit des services liés à la « communication » résulte, pour une part importante, de la pénétration en France des productions étrangères*

Relativement faibles en montants (moins de 4 milliards de francs de dépenses nettes au total) et en définitive peu conséquents sur le résultat des services dans la balance des paiements, les *services liés à la communication*<sup>2</sup> retiennent particulièrement l'attention par leur dimension culturelle.

La prédominance des États-Unis dans ce domaine se traduit par un déficit bilatéral marqué au titre des achats de droits sur films et programmes de télévision ou radiophoniques. Selon les professionnels, la dimension du marché anglophone favorise les économies d'échelle et donc une politique de prix difficile à soutenir par les concurrents résidents. Les productions françaises s'exportent cependant aux États-Unis, en Allemagne, au Japon, et naturellement dans les pays francophones. Les services audiovisuels apparaissent ainsi régulièrement déficitaires avec un solde négatif moyen annuel de l'ordre de 1,5 milliard de francs.

Les évolutions sensibles des échanges de nature audiovisuelle au cours de la période renvoient toutefois aux droits de rediffusion de manifestations culturelles ou sportives : Jeux olympiques d'Albertville, en recettes, ou de Barcelone et de Lillehammer, en dépenses, pour les dernières années.

<sup>1</sup> Évalué par la direction générale des Douanes et des Droits indirects

<sup>2</sup> Logés en balance des paiements au poste *services divers*

En matière de *publicité*, les échanges ont été généralement de l'ordre de 2 milliards de francs pour les recettes et d'un peu moins de 4 milliards de francs pour les dépenses. Des différences culturelles expliqueraient, en dépit de l'uniformisation des produits, que les messages publicitaires doivent être adaptés au marché à investir et que, dans ce cas, les entreprises résidentes aient recours à des agences étrangères.

Les *services postaux, de télécommunications et télématiciques* restent légèrement déficitaires avec un montant annuel d'opérations passé de 1 milliard de francs à 2 milliards au cours des cinq dernières années. La part des services postaux et de télécommunication demeure prépondérante mais plutôt équilibrée. L'origine de faibles déficits de cette catégorie d'échanges semble se concentrer sur l'utilisation par les résidents de services télématicques internationaux délivrant une information générale ou financière.

### 3. Des services influencés par un contexte économique en mutation

Les résultats des services financiers et d'assurance ne révèlent pas directement les forces ou faiblesses des secteurs concernés à l'exportation. Cette réserve tient au contenu de ces services fortement influencé par le contexte économique des dernières années.

Depuis que les intérêts et autres rémunérations du capital<sup>1</sup> sont bien distincts des règlements de services, la mesure des services financiers au sens strict correspond de plus en plus à des commissions de tous ordres. Or, au cours des dix dernières années, et avant qu'une réforme méthodologique<sup>2</sup> soit entreprise, ce sont des produits de nature très différente qui semblent avoir influencé l'évolution de la ligne.

Au sein des services d'assurance, avec la croissance des risques majeurs au cours de la dernière décennie, l'activité de réassurance s'est singulièrement développée.

#### 3.1. Au sein des services financiers, les règlements liés aux opérations sur marchés à terme ont pris de l'ampleur

Les services financiers ont évolué au cours de la dernière décennie dans un contexte en profonde mutation. La réforme du système financier français a concerné le cadre réglementaire des marchés financiers, la mise en place de nouveaux instruments financiers et l'unification du marché du crédit avec la loi bancaire. S'y est ajoutée la volonté des pouvoirs publics d'internationaliser la dette publique et de renforcer le rôle de Paris comme place financière.

La modernisation des marchés en France s'est accompagnée du démantèlement du contrôle des changes, intervenu progressivement de 1984 à 1990. Quelques étapes importantes de ce processus ont conduit, en 1986 et 1987, à une plus grande liberté en matière d'acquisition de titres, de couverture des risques de change et de prêts en francs aux non-résidents.

Ces réformes ont permis l'insertion de la France dans le processus de globalisation financière. Entre 1986 et 1989, au moment où le processus est en voie d'achèvement, les dépôts et les prêts en francs avec les non-résidents ont plus que triplé. À partir de 1989, les non-résidents se portent massivement acquéreurs de titres français, publics notamment, faisant progresser leur part dans la dette négociable de l'État de 4 % à fin 1988, à plus de 30 % courant 1993, part revenue à un peu plus de 21 % à fin 1994.

<sup>1</sup> Produits qui peuvent en particulier servir de référence à l'estimation du coût de l'intermédiation des établissements à caractère bancaire.

<sup>2</sup> La mise en œuvre des recommandations du 5<sup>e</sup> Manuel du FMI conduira notamment à reclasser les appels de marge au sein du compte d'opérations financières.

La multiplication des opérations financières entre résidents et non-résidents a entraîné une croissance des règlements de services correspondants. Bien que la méthode actuelle de recensement ne permette pas de faire la part de manière très précise des différents types de prestations, il est clair que ce sont plutôt les règlements liés aux opérations sur marchés à terme, appels de marge notamment, qui ont pris le pas sur les commissions de tous ordres. Cette évolution est attestée par la volatilité du résultat des services financiers et reposera sur l'importance des interventions des non-résidents sur le Matif<sup>1</sup>.

Plus que le solde de ces opérations, qui d'ailleurs a évolué favorablement entre 1993 et 1994, on retiendra le développement des flux, représentatif en définitive du succès de l'internationalisation de la dette publique française et du développement de la place financière de Paris.

Néanmoins, si les opérations liées aux marchés à terme semblent expliquer la forte croissance des flux de règlements de services financiers, le solde reste toujours influencé par les loyers versés sur opérations de crédit-bail et portant en grande partie sur du matériel de transport ferroviaire ou aérien. Ainsi, sur un solde négatif moyen des services financiers de 5,3 milliards de francs depuis 1989, ces opérations sont à l'origine de 3,8 milliards de déficit.

### 3.2. *Les flux de réassurance sont en forte progression*

La ligne « assurances » s'écarte peu de l'équilibre au cours des dix dernières années. Le solde de l'assurance des marchandises transportées reste neutre sur toute la période ; celui des autres branches, hors réassurance, apparaît en moyenne plutôt légèrement négatif. Les variations du solde d'une année à l'autre, entre plus et moins 1 milliard de francs sur la première moitié de la période, se sont quelque peu élargies avec le développement des flux de réassurance.

Les opérations traduites dans la balance des services se concentrent traditionnellement sur certains domaines parmi lesquels les assurances de dommages, notamment l'assurance maritime et des transports et l'assurance des marchandises transportées. Ce champ plutôt réduit au regard des différentes branches de l'assurance, mais aussi le fait que les réassureurs français aient acquis une réelle dimension internationale, expliqueraient que les flux de réassurance progressent sensiblement en balance des paiements.

Les flux de réassurance représentent ainsi plus de 60 % du total des règlements d'assurance en 1993 et 1994, au lieu de 45 % environ en 1991. Les résultats, très fluctuants d'une année à l'autre, ont été marqués par une forte progression des dépenses en 1993 correspondant à l'indemnisation de sinistres majeurs d'un niveau sans précédent intervenus dans le monde en 1992.

<sup>1</sup> La part des non-résidents dans la position de place brute consolidée, achats plus ventes et toutes échéances confondues, est très variable, mais elle s'étage pour l'essentiel entre 30 % et près de 60 % sur les différents types de contrats, avec une part maintenue élevée sur le Pibor 3 mois (source Matif SA).

***Les notions de service financier et d'assurance sont appelées à évoluer***

*La mise en œuvre des recommandations du 5<sup>e</sup> Manuel du FMI contribuera à affiner la notion de service. Les réformes seront mises en œuvre progressivement.*

*Le crédit-bail, source actuellement d'un déficit au titre des loyers versés, sera appréhendé comme un mode de financement. On s'écarte donc du concept juridique qui prévaut actuellement et qui, en s'appuyant sur le critère de propriété, conduit à ne retenir du crédit-bail qu'une opération de location.*

*Les instruments financiers à terme seront enregistrés en 1996 dans le « compte d'opérations financières » de manière à quantifier les droits et les obligations des parties contractantes. Les appels de marge, liés aux contrats à terme, figureront au même poste afin de donner une mesure de la valorisation ou de la dépréciation de ces instruments.*

*La mesure actuelle du service d'assurances découle du solde des primes et des indemnités qui sont recensées à la date des règlements. Pour des raisons de chronologie cette méthode ne constitue qu'une approximation du coût de la prestation fournie. Les avancées méthodologiques consisteront, pour l'assurance dommages, à estimer le coût de production du service à partir des règlements de primes. Les indemnités ainsi que la part des primes ne correspondant pas au prix du service seront, pour leur part, enregistrées dans les « transferts courants » traduisant en fait des opérations sans réciprocité.*

Les résultats des échanges de services réalisés au cours des dix dernières années, dans la balance des paiements, montrent le rôle majeur acquis en France par le tourisme. Cette activité est de longue date excédentaire et le patrimoine national ainsi que la tradition touristique de la France en assurent la pérennité.

Les exportateurs de services techniques se sont également adaptés à l'évolution de leurs marchés traditionnels, permettant de préserver des excédents élevés dans la balance des paiements.

Si des faiblesses ont persisté au cours des dix dernières années, notamment dans le domaine des transports, celles-ci n'ont que peu entamé, en définitive, la bonne performance d'ensemble des services. Ainsi, la comparaison des points forts et des points faibles reste très favorable sur toute la période.

Il faut cependant rappeler que le champ de la balance des paiements ne recouvre que certaines formes d'internationalisation des services, en l'occurrence celles qui entraînent des flux entre résidents et non-résidents. Mais une appréciation d'ensemble du rôle des entreprises françaises sur les marchés étrangers doit aussi prendre en compte l'activité de leurs filiales implantées localement.

La filialisation des activités du secteur de la construction a déjà été évoquée, mais tel est le cas également des secteurs du crédit et de l'assurance. Ces derniers recouvrent à eux seuls, en 1987 comme en 1993<sup>1</sup>, près du quart de l'encours total des investissements directs français à l'étranger. Pour l'assurance, qui s'inscrit pleinement dans le cadre des services, on notera que les assureurs français, présents en 1993 dans plus de soixante-dix pays, réalisent la même année, plus de 25 % du total de leur chiffre d'affaires à l'étranger, par l'intermédiaire de filiales, succursales et agences.

Si la balance des paiements ne peut donner une lecture complète de l'impact de l'implantation étrangère des entreprises sur les échanges de services, elle donne cependant une mesure de ce mode d'internationalisation et de son importance dans les choix stratégiques des résidents au cours des dernières années : les flux d'investissements directs à l'étranger relatifs aux services se montent à plus de 300 milliards de francs de 1985 à 1994, contre 800 milliards pour l'ensemble des investissements français. À l'inverse, les investissements directs des non-résidents dans des entreprises de services en France se sont élevés à 200 milliards de francs environ sur la même période.

Il faut souligner que le développement des filiales s'est réalisé alors que la réglementation européenne levait un grand nombre d'obstacles aux prestations de services. En effet, après la liberté d'établissement, la libre prestation de services pour la banque et l'assurance est achevée. Ces avancées sont encore trop récentes pour que l'on puisse déjà en mesurer l'impact.

<sup>1</sup> Correspondant respectivement à la date la plus ancienne et la plus récente du recensement des encours d'investissements directs

**ANNEXE 1**

**EXTRAIT DE LA NOTE MÉTHODOLOGIQUE  
RAPPORT ANNUEL – BALANCE DES PAIEMENTS**

**Services****Frais accessoires sur marchandises**

Cette rubrique reprend les règlements afférents aux frais de toute nature, sauf de transport et d'assurance, relatifs à des exportations et importations de marchandises ainsi que les commissions autres que bancaires et financières.

**Transports maritimes**

Cette ligne regroupe :

- les règlements de frais de transport de marchandises par voie de mer,
- les règlements relatifs à l'affrètement de navires,
- les règlements afférents aux comptes d'escale de navires français dans les ports étrangers et de navires étrangers dans les ports français,
- les achats de billets de passage de non-résidents auprès de compagnies résidentes et de résidents auprès de compagnies non résidentes,
- la fraction des coûts d'expédition par voie de mer inclus dans les règlements de marchandises.

**Transports autres**

Cette rubrique reprend :

- les règlements afférents au transport aérien :
  - . affrètement et location d'aéronefs (avec équipage),
  - . recettes et dépenses, à l'étranger, des compagnies aériennes françaises et, en France, des compagnies aériennes étrangères,
- les règlements relatifs au transport spatial,
- les règlements relatifs au transport ferroviaire,
- les règlements afférents au transport routier,
- les règlements relatifs au transport fluvial,
- les règlements relatifs à l'utilisation de gazoducs et d'oléoducs,
- la fraction des coûts d'expédition par des moyens autres que maritimes inclus dans les règlements de marchandises.

### Assurances

Sont inscrits, à cette rubrique :

- les règlements relatifs aux primes, indemnités et recours d’assurances :
  - . versés et reçus par les résidents qui ont souscrit des contrats auprès de compagnies non résidentes ou qui bénéficient de tels contrats,
  - . reçus ou versés par les compagnies résidentes en exécution de contrats souscrits par des non-résidents ou dont bénéficient des non-résidents,
- les règlements relatifs aux opérations de réassurance,
- la fraction des coûts d’assurance liés aux expéditions et inclus dans les règlements de marchandises.

### Grands travaux

Cette ligne regroupe les règlements concernant :

- les frais de fonctionnement et bénéfices de chantiers (constructions diverses, travaux publics, etc.),
- les dépenses de prospection minière et forages pétroliers effectués à l’étranger par des entreprises résidentes ou en France par des entreprises non résidentes.

### Coopération technique

Sont enregistrés à cette ligne les règlements relatifs à des frais d’études et de recherches, d’assistance technique.

### Travail à façon

Cette ligne enregistre les règlements concernant :

- tous travaux de transformation, tels le raffinage de pétrole ou le traitement des métaux et des produits textiles...,
- les frais de réparation.

### Services de gestion

Figurent sur cette ligne :

- les participations des filiales ou succursales aux frais de gestion de leur maison mère,
- le financement des frais de gestion de groupements d’intérêt économique (GIE) internationaux et d’établissements contrôlés de toute nature (succursales, agences, bureaux, comptoirs, etc.).

## Voyages

Cette rubrique enregistre :

- au crédit, les dépenses en France des non-résidents effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion de voyages touristiques ou de voyages d'affaires ainsi que les frais engagés au titre des services acquis auprès de résidents (santé, scolarité, etc.),
- au débit, les dépenses de même nature effectuées à l'étranger par des résidents.

Les règlements recensés sont constitués :

- des transferts bancaires repris sous cette rubrique comprenant les paiements relatifs à des frais de tourisme, d'ordre ou en faveur d'agences de voyages résidentes,
- des achats et ventes de billets étrangers aux guichets des intermédiaires et des changeurs manuels non bancaires,
- des échanges de billets français entre les intermédiaires et leurs correspondants étrangers,
- des règlements par cartes de crédit.

## Services divers

Cette rubrique enregistre les règlements afférents à tous les services qui ne sont pas repris par ailleurs. On distingue ainsi :

- télécommunications,
- abonnements et publicité,
- ventes et achats de programmes audio-visuels,
- location de biens meubles et immobiliers,
- commissions et frais bancaires,
- autres services divers.

## Recettes et dépenses du gouvernement français

Cette rubrique enregistre les règlements gouvernementaux qui ne sont pas repris ailleurs et, principalement, les recettes et dépenses administratives diverses (postes diplomatiques et consulaires, autres administrations civiles ou militaires).

## Dépenses et recettes des gouvernements étrangers

Cette rubrique enregistre essentiellement :

- les recettes et dépenses des postes diplomatiques et consulaires étrangers en France,
- les dépenses effectuées en France à titre civil ou militaire.

## ANNEXE 2

## SERVICES

(en millions de francs)

	RECETTES									
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Frais accessoires .....	12 491	10 874	8 942	8 695	7 652	10 384	10 210	9 990	9 748	9 350
Transports maritimes .....	19 047	15 961	15 518	15 518	17 646	17 352	19 229	18 223	19 002	18 524
Transports autres .....	49 426	46 304	48 990	48 990	71 201	72 833	79 076	80 338	83 171	82 419
Assurances .....	17 534	16 648	16 064	16 064	18 424	22 213	27 114	30 712	37 318	40 248
Grands travaux .....	17 091	10 644	10 147	10 147	8 624	8 633	11 979	14 540	13 796	12 321
Coopération technique .....	26 063	25 952	21 376	21 376	21 206	22 825	28 243	34 551	34 182	30 254
Travail à façon .....	8 671	7 422	7 650	7 650	7 853	10 231	9 784	8 846	9 673	11 025
Services de gestion .....	11 401	12 774	12 8590	12 590	12 788	12 905	14 219	15 669	15 997	15 931
Voyages .....	71 356	67 350	71 348	71 348	103 646	109 924	120 509	133 361	133 417	136 926
Services divers .....	34 197	36 638	40 932	40 932	49 587	63 689	62 650	67 517	73 494	90 419
Recettes et dépenses du gouvernement français .....	2 949	3 112	3 198	3 198	2 931	2 760	3 189	3 330	3 216	2 991
Dépenses et recettes des gouvernements étrangers ...	767	928	1 024	1 024	1 656	1 644	1 578	1 931	1 875	1 570

(en millions de francs)

	DÉPENSES									
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Frais accessoires .....	21 977	19 624	17 749	15 371	13 652	15 326	16 208	15 606	16 256	16 311
Transports maritimes .....	22 068	16 845	15 998	20 171	22 537	21 938	26 459	25 281	26 128	25 691
Transports autres .....	41 892	42 235	43 846	48 800	68 075	75 558	78 440	81 738	83 028	81 168
Assurances .....	16 402	15 983	17 071	17 360	19 917	22 561	27 728	32 304	39 235	37 388
Grands travaux .....	5 149	4 161	3 133	3 821	4 112	3 250	4 252	5 216	5 412	3 986
Coopération technique .....	12 179	13 044	12 432	12 922	14 263	17 654	20 643	26 791	25 727	23 464
Travail à façon .....	4 825	2 698	2 418	3 023	5 119	7 565	6 547	5 693	5 480	4 025
Services de gestion .....	6 129	5 554	5 480	7 412	7 245	8 436	9 686	12 263	11 047	9 955
Voyages .....	40 942	45 107	51 048	57 852	63 997	66 756	69 500	73 659	72 675	76 512
Services divers .....	31 618	35 568	41 967	39 664	47 722	64 861	69 493	72 760	81 329	92 251
Recettes et dépenses du gouvernement français .....	7 654	7 815	8 203	8 035	7 903	7 536	8 259	8 120	8 830	7 832
Dépenses et recettes des gouvernements étrangers ...	125	114	126	486	516	531	435	482	447	304

(en millions de francs)

	SOLDES									
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Frais accessoires .....	-9 486	-8 750	-8 807	-6 676	-6 000	-4 942	-5 998	-5 616	-6 508	-6 961
Transports maritimes .....	-3 021	-884	-480	-2 222	-4 891	-4 586	-7 230	-7 058	-7 126	-7 167
Transports autres .....	7 534	4 069	5 144	8 468	3 126	-2 725	636	-1 400	143	1 251
Assurances .....	1 132	665	-1 007	1 008	-1 493	-348	-614	-1 592	-1 917	2 860
Grands travaux .....	11 942	6 483	7 014	4 285	4 512	6 383	7 727	9 324	8 384	8 335
Coopération technique .....	13 884	12 908	8 944	6 593	6 943	5 171	7 600	7 760	8 455	6 790
Travail à façon .....	3 846	4 724	5 232	5 307	2 734	2 666	3 237	3 153	4 193	7 000
Services de gestion .....	5 272	7 220	7 110	3 298	5 543	4 469	4 533	3 406	4 950	5 975
Voyages .....	30 414	22 243	20 300	24 245	39 649	43 168	51 009	59 702	60 742	60 414
Services divers .....	2 579	1 070	-1 035	-4 782	1 865	-1 172	-6 843	-5 243	-7 835	-1 832
Recettes et dépenses du gouvernement français .....	-4 705	-4 703	-5 005	-4 307	-4 972	-4 776	-5 070	-4 790	-5 614	-4 841
Dépenses et recettes des gouvernements étrangers ...	642	814	898	816	1 140	1 113	1 143	1 449	1 428	1 266

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements  
 CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 53 50

Mise à jour le 7 mars 1995

# ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER AU 31 DÉCEMBRE 1993

La Banque de France (direction de la Balance des paiements) réalise par l'intermédiaire des succursales une enquête annuelle sur l'encours des investissements directs à l'étranger des entreprises industrielles et commerciales, des établissements de crédit et des compagnies d'assurance résidents. Les résultats présentés ci-après portent sur l'encours au 31 décembre 1993. Ils seront inclus dans le rapport 1994 sur la balance des paiements et la position extérieure de la France publié en juillet 1995 sous le double timbre du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque de France.

---

SYLVIE BENECH-CHAULET  
*Direction de la Balance des paiements*  
*Service des Investissements et Placements extérieurs*

■ L'encours des investissements directs français à l'étranger a atteint 833,8 milliards de francs à fin décembre 1993, contre 774,1 milliards un an plus tôt. La progression de l'encours s'est ralentie pour la troisième année consécutive (+ 7,7 %, après + 15,0 % en 1992 et + 19,0 % en 1991). Cette évolution

devrait se poursuivre en 1994, du fait de la contraction des nouvelles implantations nettes à l'étranger observées à partir des flux d'investissements de l'année 1994. ■ L'encours porte sur les investissements effectués par 2 216 entreprises résidentes dans 8 456 entreprises non résidentes<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cette note ne traite pas des effectifs employés dans les filiales étrangères des entreprises françaises. Pour en savoir plus sur ce thème, se reporter à l'étude intitulée « La présence des entreprises françaises dans le monde » publiée dans le n° 62 des *Notes bleues* de Bercy du ministère de l'Économie (direction des Relations économiques extérieures).

- Si l'Union européenne dans son ensemble demeure le lieu d'accueil privilégié des investissements français à l'étranger (55 % de l'encours), les États-Unis reviennent à la première place des pays destinataires des investissements français (18,4 %).
- Les produits manufacturés et les services marchands contribuent à part quasiment égale au montant des investissements français. Le secteur du crédit arrive très largement en tête avec 16,6 % de l'encours.
- À la fin de 1993, la France occupe, en termes d'encours d'investissements directs à l'étranger, le quatrième rang mondial derrière les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni.

## 1. Résultats globaux et répartition géographique

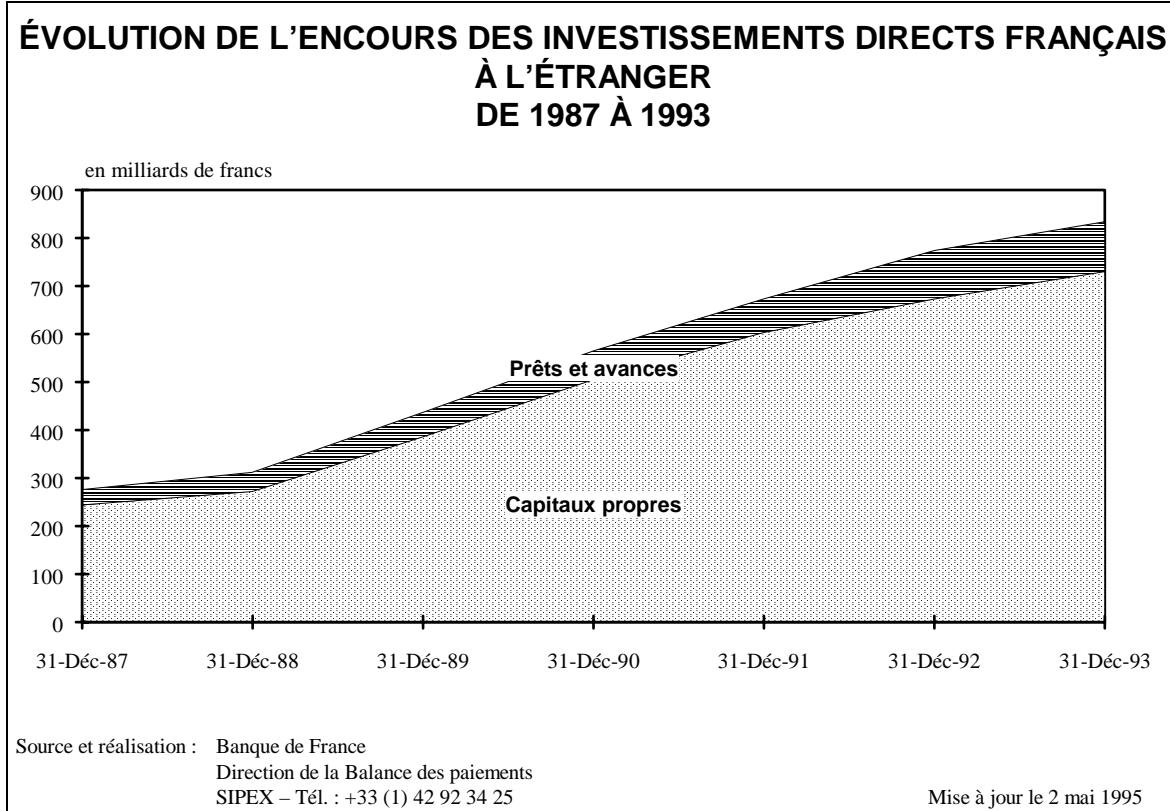
### 1.1. Résultats globaux

Au 31 décembre 1993, l'encours des investissements directs français à l'étranger s'élevait à 833,8 milliards de francs, contre 774,1 milliards à fin décembre 1992 et 672,9 milliards à fin 1991.

Il convient de rappeler que seules sont prises en compte dans le calcul de l'encours les participations directes à l'étranger, pour leur valeur au bilan de la maison mère résidente. Les participations de second rang détenues par le réseau des filiales directes à l'étranger ne sont pas comprises dans ce recensement. Leur valeur n'est donc pas incluse dans les encours commentés dans cette note, sauf si elle est déjà intégrée dans celle de la filiale directe.

Sous cette réserve, la politique d'implantation à l'étranger des entreprises résidentes s'est poursuivie en 1993, mais à un rythme beaucoup moins soutenu (+ 7,7 %) que les années précédentes (+ 15,0 % en 1992 et + 19,0 % en 1991).

Par rapport à fin 1987, date d'établissement du premier encours, le taux de progression est de 202 %, ce qui représente un taux d'accroissement moyen annuel de 20,2 %.



L'encours à fin 1993 traduit le ralentissement du mouvement engagé par les grands groupes français pour atteindre un niveau d'implantation à l'étranger équivalent à celui de leurs homologues européens, et mieux répondre aux enjeux du marché unique et de la concurrence internationale. À cet effet, les entreprises françaises avaient, à partir de 1985 mais surtout entre 1988 et 1992, réalisé de vastes opérations de restructuration et multiplié les alliances et les opérations de fusion et acquisition avec l'étranger (Union européenne et Amérique du Nord) pour prendre ainsi rang parmi les premiers investisseurs au monde. À partir de 1993, ces opérations ont diminué en nombre et en montant et les entreprises semblent entrer dans une phase de consolidation de leurs investissements.

Avec 833,8 milliards de francs d'encours d'investissements directs au 31 décembre 1993, la France se situe désormais au deuxième rang des pays européens, derrière le Royaume-Uni (1 488,6 milliards de francs), et au quatrième rang mondial (cf. partie 4 sur les comparaisons internationales).

### ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER DE 1991 À 1993

	31 décembre			(en milliards de francs)
	1991	1992	1993	
Capitaux propres (a).....	603,2	673,2	729,9	8,4
Prêts et avances .....	69,7	100,9	103,9	3,0
<b>Total.....</b>	<b>672,9</b>	<b>774,1</b>	<b>833,8</b>	<b>7,7</b>

(a) Les capitaux propres intègrent notamment les bénéfices réinvestis par les sociétés françaises à l'étranger. Leur mode de calcul étant actuellement en cours de révision pour une individualisation en balance des paiements, ils ne sont pas commentés dans cette note.

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

## 1.2. Répartition géographique

### 1.2.1. Répartition par zones

La ventilation géographique de l'encours d'investissements directs français à l'étranger est comparable à celle observée antérieurement.

Les investissements français à l'étranger restent concentrés dans les pays membres de l'OCDE (82,8 %) et, plus particulièrement, dans l'Union européenne (55 %). Cependant, par rapport aux années précédentes, on observe un très léger fléchissement de la part de l'Union européenne au profit, notamment, des pays hors OCDE (8,5 %, au lieu de 8,0 % à la fin décembre 1992).

Ce dernier mouvement résulte d'une accélération des investissements directs réalisés aux îles Caïmanes par certains groupes financiers français des secteurs du crédit et de l'immobilier.

L'Amérique latine bénéficie de ce fait d'une augmentation de 61 % des implantations françaises entre 1992 et 1993. Les encours d'investissements directs dans les pays de l'Europe de l'Est progressent également fortement (+ 50 %), mais les montants restent extrêmement faibles.

RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER						
Pays ou zones	Au 31 décembre 1992	Au 31 décembre 1993				
	Total	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition (en pourcentage)
OCDE.....	655,8	380,9	254,1	55,4	690,4	82,8
– Union européenne .....	450,1	240,9	180,2	37,0	458,1	55,0
– AELE.....	46,9	30,8	20,8	1,3	52,9	6,3
– Autres pays de l'OCDE .....	158,8	109,2	53,1	17,1	179,4	21,5
Pays hors OCDE.....	61,6	46,3	21,3	3,6	71,2	8,5
– Pays de l'Europe de l'Est.....	2,0	2,6	0,3	0,1	3,0	0,4
– Pays de l'Amérique latine.....	23,8	21,9	14,8	1,6	38,3	4,6
– Pays du Maghreb.....	3,1	2,4	1,6	0,2	4,2	0,5
– Pays de la Zone franc.....	7,6	3,8	3,4	0,7	7,9	0,9
– Reste du monde.....	25,1	15,6	1,2	1,0	17,8	2,1
Indéterminés .....	56,7	26,1	1,3	44,8	72,2	8,7
<b>Total .....</b>	<b>774,1</b>	<b>453,3</b>	<b>276,6</b>	<b>103,9</b>	<b>833,8</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 2 mai 1995

### 1.2.2. Répartition par pays<sup>1</sup>

Les États-Unis reprennent la première place parmi les pays d'accueil des investissements français (18,4 %), devant les Pays-Bas (17,2 %). Les États-Unis ne retrouvent pas pour autant le niveau de 25 % atteint en 1987, première année d'élaboration des statistiques de stock d'investissements directs français à l'étranger. Par ailleurs, la progression de l'encours sur les États-Unis (+ 29,9 %), enregistrée en 1993, résulte en partie de la hausse du cours du dollar contre franc (5,8955 francs au 31 décembre 1993, contre 5,5065 francs au 31 décembre 1992).

Les Pays-Bas s'inscrivent à nouveau à la deuxième place comme en 1989 et 1990 ; ils demeurent la principale porte d'entrée pour les implantations françaises en Europe. Deux autres pays européens viennent ensuite : l'UEBL (10,5 %) et le Royaume-Uni (9 %). Si l'on ajoute à cette liste l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie, l'ensemble ainsi formé reçoit 96 % des investissements français dans l'Union européenne. La position prédominante des Pays-Bas doit cependant être relativisée puisqu'elle s'explique en grande partie par l'implantation à Amsterdam d'Alcatel NV, filiale de la Compagnie financière Alcatel.

Premier pays en développement bénéficiant d'investissements français, le Brésil occupe la dixième place avec 1,7 % du total des investissements français, contre 1,3 % en 1992 et 1,2 % en 1993. Des entreprises comme Rhône-Poulenc et Air Liquide y sont implantées depuis de nombreuses années.

Les relations commerciales entretenues par la France avec les pays de l'Union européenne ne semblent pas être un critère de choix prédominant pour les implantations à l'étranger. La présence en Allemagne, premier partenaire commercial de la France (17,4 % des exportations françaises pour 6,2 % d'investissements français) reste, en effet, encore assez modeste ; le phénomène inverse est constaté avec les Pays-Bas (4,8 % des exportations françaises pour 17,2 % d'investissements français), pour des raisons tenant plus à une législation favorable aux « holdings » qu'à l'importance du marché local.

<sup>1</sup> La ventilation géographique des investissements à l'étranger résulte uniquement des lieux d'implantation des filiales directes (cf. note méthodologique au 2.1.).

**PRINCIPAUX PAYS D'ACCUEIL  
DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER**

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

	31 décembre 1991		31 décembre 1992		31 décembre 1993		Pour mémoire Part dans les exportations françaises en 1993
	Montant	Répartition	Montant	Répartition	Montant	Répartition	
États-Unis .....	118,1	17,6	132,6	17,1	153,4	18,4	7,1
Pays-Bas .....	117,3	17,4	152,0	19,6	143,5	17,2	4,8
UEBL .....	60,1	8,9	69,0	8,9	87,3	10,5	8,7
dont : – Belgique .....					73,5	8,8	nd
– Luxembourg .....					13,8	1,7	nd
Royaume-Uni .....	72,7	10,8	70,3	9,1	75,4	9,0	9,5
Allemagne .....	30,7	4,6	50,6	6,5	51,9	6,2	17,4
Espagne .....	58,7	8,7	53,9	7,0	44,2	5,3	6,6
Suisse .....	36,1	5,4	36,9	4,8	43,1	5,2	3,8
Italie .....	33,2	4,9	36,9	4,8	37,4	4,5	9,4
Canada .....	13,2	2,0	16,0	2,1	14,5	1,7	0,7
Brésil .....	8,1	1,2	10,0	1,3	14,2	1,7	0,7
Autres pays .....	124,7	18,5	145,9	18,8	168,9	20,3	31,6
<b>Total .....</b>	<b>672,9</b>	<b>100,0</b>	<b>774,1</b>	<b>100,0</b>	<b>833,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

nd : non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

Au 31 décembre 1993, le degré de concentration géographique de l'encours des investissements directs français est plus élevé que celui des exportations et des flux enregistrés en 1993. Ainsi, les dix premiers pays d'accueil des investissements français (79,7 % du stock) sont destinataires de 74,1 % des exportations et de 69,1 % des flux de l'année 1993.

**PART COMPARÉE DES PRINCIPAUX PAYS DANS LES EXPORTATIONS  
ET LES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS EN 1993**

*(en pourcentage)*

Pays	Part des pays dans les exportations de biens et services	Flux nets d'investissements français à l'étranger	Part des pays dans les stocks d'investissements français à l'étranger
États-Unis .....	12,8	14,0	18,4
Pays-Bas .....	4,2	10,3	17,2
UEBL .....	7,9	3,7	10,5
dont : – Belgique .....	7,3	2,0	8,8
– Luxembourg .....	0,6	1,7	1,7
Royaume-Uni .....	12,6	9,0	9,0
Allemagne .....	15,5	8,8	6,2
Espagne .....	4,9	11,8	5,3
Suisse .....	7,6	2,1	5,2
Italie .....	7,6	9,0	4,5
Canada .....	0,7	–	1,7
Brésil .....	0,3	0,4	1,7
Autres pays .....	25,9	30,9	20,3
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

## 2. Secteurs d'activité et entreprises résidentes investissant à l'étranger

### 2.1. Ventilation des investisseurs résidents par secteur d'activité

Les investissements directs français à l'étranger restent largement concentrés sur quelques secteurs économiques, puisque les investissements émanant des cinq premiers secteurs d'activité (sur 29) représentent, à eux seuls, 51,9 % du total.

Le secteur du crédit arrive à nouveau en tête des secteurs investisseurs (16,6 %), devançant assez largement les secteurs des « holdings » (9,5 %), des produits chimiques (8,7 %), des assurances (8,6 %), et de l'énergie (8,5 %).

Ces résultats traduisent les stratégies d'internationalisation mises en place par les banques et les assurances, les sociétés holdings (Compagnie financière Alcatel), mais aussi par les grands groupes industriels français (Rhône-Poulenc, Air Liquide pour la chimie ; Société nationale Elf Aquitaine, Total pour l'énergie) afin de mieux répondre aux défis de la concurrence mondiale.

À un niveau plus global (cf. annexe 4), les services marchands prennent la première place des grands secteurs investisseurs (40,7 %), juste devant les produits manufacturés (39 %).

PRINCIPAUX SECTEURS RÉSIDENTS DÉTENTEURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER			
	31 décembre 1992		31 décembre 1993
	Montant	Répartition	Montant
Crédit.....	122,1	15,8	138,7
Holdings.....	76,2	9,9	79,5
Produits chimiques.....	68,9	8,9	72,0
Assurances.....	68,5	8,8	71,7
Énergie (a).....	76,6	9,9	71,1
Récupération, réparation, commerce.....	47,9	6,2	60,1
Matériel électrique et électronique.....	50,7	6,5	48,0
Autres services marchands.....	43,4	5,6	45,0
Alimentation, boisson, tabac .....	33,9	4,4	41,5
Matériel de transport.....	32,1	4,1	37,6
Autres secteurs.....	153,8	19,9	168,6
<b>Total.....</b>	<b>774,1</b>	<b>100,0</b>	<b>833,8</b>
			<b>100,0</b>

(a) Le secteur « Énergie » regroupe les secteurs « houille, lignite, pétrole brut et gaz naturel » et « autres sources d'énergie ».

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

### 2.2. Entreprises résidentes investissant à l'étranger

#### 2.2.1. Nombre d'entreprises investissant à l'étranger

2 216 entreprises résidentes (contre 2 243 à la fin de 1992) ont été recensées pour un encours total d'investissements directs de 833,8 milliards de francs (cf. annexe 1).

L'essentiel des investissements reste concentré sur un petit nombre d'entreprises, les dix premières effectuant le quart des investissements, la moitié de l'encours étant réalisé par les 32 premières entreprises.

## 2.2.2. Principales entreprises par secteurs économiques investisseurs

La liste des principales entreprises ventilées par secteur économique d'appartenance permet de constater que l'essentiel des investissements à l'étranger est réalisé par quelques grands groupes, la plus forte concentration étant observée dans le secteur « houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés » (96 % réalisés par trois entreprises, dont deux compagnies pétrolières : Société nationale Elf Aquitaine et Total) et dans celui du matériel de transport (95 % pour quatre entreprises, dont deux entreprises de fabrication automobile : Renault et Peugeot-Citroën).

Un effort d'internationalisation de certaines entreprises moyennes est toutefois observé dans le secteur tertiaire (secteur de la récupération, réparation et du commerce et secteur des autres services marchands).

PRINCIPALES ENTREPRISES INVESTISSANT À L'ÉTRANGER PAR SECTEUR ÉCONOMIQUE À FIN 1993		
Secteurs d'activité	Principales entreprises investissant à l'étranger	Pourcentage du total des investissements du secteur effectué par les entreprises citées
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés .....	Société nationale Elf Aquitaine, Total, Cogema	96
Métaux ferreux et non ferreux .....	Péchiney international, Carnaud Métalbox, Usinor Sacilor, Sollac, Péchiney SA	82
Produits chimiques .....	Rhône-Poulenc SA, Air Liquide international, Atochem, Carbone Lorraine, Elf Sanofi	74
Matériel électrique et électronique .....	Alcatel Alsthom, Alcatel câbles, Merlin Gérin, Legrand SA, La Télémécanique électrique	75
Matériel de transport .....	Renault, Peugeot-Citroën, Valéo, Précision mécanique Labinal	95
Alimentation, boisson, tabac .....	Eridania-Béghin Say, BSN, Pernod-Ricard, Nestlé sources international, Camus Roquette Frères, Gervais Danone, Bongrain	78
Récupération, réparation, commerce .....	LVMH (Louis Vuitton-Moët Hennessy), Carrefour, Louis Dreyfus et Cie, Jacadi, Promodes	44
Crédit .....	Crédit lyonnais, Banque nationale de Paris, Cie financière de Suez, Crédit lyonnais Europe, Société générale, Banque Indosuez	49
Assurances .....	AXA SA, UAP international, AGF international, GAN international, Cie Financière du groupe Victoire, SCOR SA	77
Autres services marchands .....	IBL FRANCE, SPAFI, Cap Gemini Sogeti, Générale biscuit, Avenir Havas Media	65
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25		Mise à jour le 2 mai 1995

### 3. Secteurs, pays et entreprises bénéficiaires à l'étranger

#### 3.1. Secteurs d'investissements directs

##### 3.1.1. Analyse globale

À l'étranger, cinq secteurs économiques reçoivent à eux seuls, près de 55 % des investissements français avec une assez forte prédominance des secteurs du crédit et des « holdings » (respectivement 15,1 % et 12,4 % du total).

RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS PAR SECTEURS D'INVESTISSEMENT DIRECT À L'ÉTRANGER		
	(en pourcentage)	
	Fin 1992	Fin 1993
Crédit .....	14,6	15,1
Holdings .....	12,8	12,4
Matériel électrique et électronique .....	10,6	9,6
Assurances .....	8,3	8,6
Produits chimiques .....	8,7	8,4
Récupération, réparation, commerce .....	6,4	8,1
Énergie (a) .....	7,2	5,8
Autres services marchands .....	4,2	4,4
Alimentation, boissons, tabac .....	4,2	4,3
Matériel de transport .....	4,1	4,3
Autres secteurs investis .....	18,9	19,0
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Le secteur « Énergie » regroupe les secteurs « houille, lignite, pétrole brut et gaz naturel » et « autres sources d'énergie ».

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

##### 3.1.2. Orientation géographique

Aux États-Unis, le secteur des « holdings » occupe la première place des secteurs investis, devançant très légèrement le secteur des produits chimiques.

Les Pays-Bas demeurent le lieu privilégié des investissements dans le secteur des produits manufacturés, avec 30 % des encours dans le secteur du matériel électrique et électronique. C'est essentiellement la détention de la totalité des titres d'Alcatel NV pour la Compagnie financière Alcatel qui est à l'origine de la prépondérance de ce secteur aux Pays-Bas.

L'UEBL attire plus particulièrement les investissements directs dans les services marchands et, notamment, dans le secteur du crédit (30 %) et des assurances (16 %).

Au Royaume-Uni, le secteur des assurances se situe à la première place des secteurs investis, avec 18 % des encours d'investissements directs.

L'implantation en Espagne de plusieurs filiales du groupe Renault explique que le secteur du matériel de transport arrive au premier rang dans ce pays.

Contrairement aux délocalisations réalisées dans les pays à faible coût de main-d'œuvre qui répondent généralement à un objectif d'abaissement des coûts de production<sup>1</sup>, les investissements effectués dans les pays de l'Union européenne relèvent, dans l'ensemble, beaucoup plus d'une stratégie de croissance externe et de gain de part de marché dans les pays d'implantation, voire d'une logique fiscale ou financière (environnement favorable à l'implantation de « holdings », par exemple).

**PRINCIPAUX SECTEURS INVESTIS SELON LES PAYS D'ACCUEIL  
À FIN 1993**

(en pourcentage)

Pays d'accueil	Principaux secteurs d'investissement direct		Parts des autres secteurs
	Intitulé du secteur	Part du total investi dans le pays	
États-Unis	Holdings .....	21 )	
	Produits chimiques.....	20 )	
	Assurances.....	9 ) 66	34
	Autres services marchands.....	8 )	
	Métaux ferreux et non ferreux .....	8 )	
Pays-Bas	Matériel électrique et électronique .....	30 )	
	Holdings .....	13 )	
	Récupération, réparation, commerce.....	10 ) 63	37
	Crédit .....	10 )	
UEBL	Crédit .....	30 )	
	Assurances.....	16 )	
	Holdings .....	8 ) 61	39
	Restauration et hébergement.....	7 )	
Royaume-Uni	Assurances.....	18 )	
	Holdings .....	14 )	
	Crédit.....	14 ) 57	43
	Restauration, réparation, commerce.....	11 )	
Allemagne	Crédit .....	25 )	
	Holdings .....	15 ) 51	49
	Matériel électrique et électronique .....	11 )	
Espagne	Matériel de transport.....	17 )	
	Crédit.....	14 )	
	Récupération, réparation, commerce.....	11 ) 51	49
	Produits chimiques.....	9 )	

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

### 3.2. Degré de diversification à l'étranger

Les entreprises investissant à l'étranger ne s'écartent guère de leur métier d'origine, et les investissements effectués à l'étranger dans le secteur d'appartenance de l'investisseur restent prépondérants.

Quelques secteurs affichent même un taux de diversification inférieur à 10 % (matériel électrique et électronique, matériel de transport, crédit).

<sup>1</sup> Cf. Rapport Arthuis sur les délocalisations et l'emploi

**DEGRÉ DE DIVERSIFICATION À L'ÉTRANGER  
PAR SECTEUR INVESTISSEUR  
À FIN 1993**

(en pourcentage)

Secteurs d'activité (a) nationaux investisseurs	Répartition des investissements à l'étranger		Principaux secteurs bénéficiaires hors du secteur d'origine
	Dans le secteur d'origine	Hors du secteur d'origine	
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés .....	73	27 dont 16 ....., 5 .....	Produits chimiques Métaux ferreux et non ferreux
Métaux ferreux et non ferreux .....	61	39 dont 12 ....., 19 ....., 7 .....	Holdings Papier, presse, imprimerie, édition Fonderie et travail des métaux
Produits chimiques .....	85	15 dont 14 .....	Holdings
Matériel électrique et électronique .....	99	1 dont 1 .....	Holdings
Matériel de transport .....	94	6 dont 5 .....	Récupération, réparation, commerce
Alimentation, boisson, tabac .....	81	19 dont 18 .....	Récupération, réparation, commerce
Récupération, réparation, commerce .....	78	22 dont 21 .....	Holdings
Crédit .....	91	9 dont 6 .....	Assurances
Assurances .....	87	13 dont 12 .....	Holdings
Autres services marchands .....	68	32 dont 26 .....	Holdings

(a) Seuls sont repris les secteurs résidents dont le montant des investissements à l'étranger est supérieur à 4 % du total du stock  
à la fin de 1993

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

### 3.3. *Nombre d'entreprises étrangères recensées et degré de contrôle de l'investissement*

#### 3.3.1. Sociétés recensées

8 456 sociétés étrangères ont été recensées comme faisant l'objet d'un investissement direct français au 31 décembre 1993, contre 8 663 au 31 décembre de l'année précédente.

#### 3.3.2. Degré de contrôle de l'investissement

Les investisseurs français exercent un contrôle majoritaire dans plus de 80 % des sociétés étrangères recensées, les montants correspondants à ces prises de participations majoritaires représentent 84 % du stock.

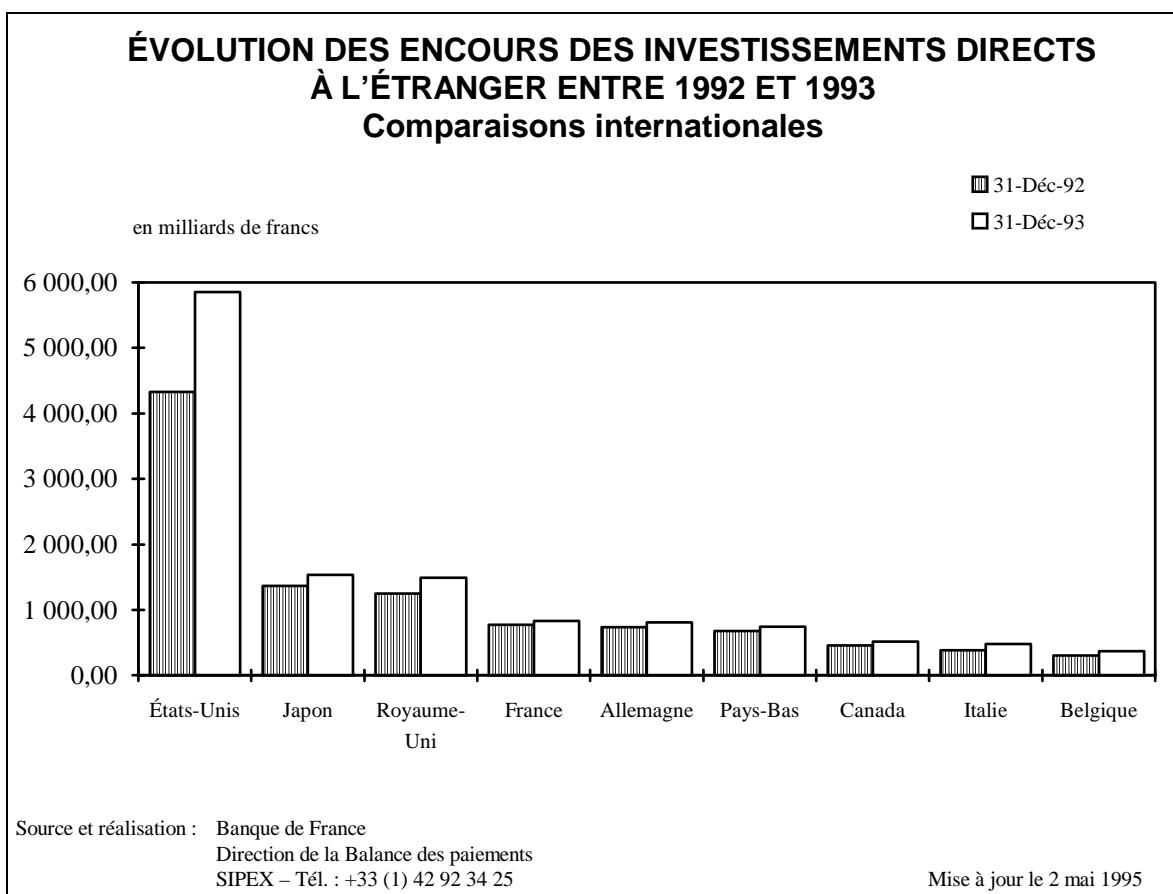
RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS EN FONCTION DU POURCENTAGE DÉTENU À FIN 1993				
(montant en millions de francs – répartition en pourcentage)				
Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Répartition	Montant de l'investissement	Répartition
Filiales				
50 % à 90 % .....	1 880	22,2	190,9	22,9
Plus de 90 % .....	4 968	58,8	508,8	61,0
Sous-total.....	6 848	81,0	699,7	83,9
Participations				
10 % à 20 % .....	387	4,6	25,0	3,0
20 % à 50 % .....	1 221	14,4	109,1	13,1
Sous-total.....	1 608	19,0	134,1	16,1
<b>Total .....</b>	<b>8 456</b>	<b>100,0</b>	<b>833,8</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25			Mise à jour le 2 mai 1995

#### 4. Comparaisons internationales

En raison de différences méthodologiques dans le recensement et l'évaluation des encours d'investissements directs à l'étranger, les comparaisons internationales doivent être effectuées avec précaution.

Sous cette réserve et compte tenu des informations disponibles, la France arrivait en 1993 avec 833,8 milliards de francs en quatrième position des pays investisseurs derrière les États-Unis (5 855,1 milliards de francs), le Japon (1 531,6 milliards de francs) et le Royaume-Uni (1 488,6 milliards de francs).

À la fin de 1994 et, selon des estimations encore très provisoires, en tenant compte de l'évolution des flux, la France se situerait encore en quatrième position, mais presque à égalité avec l'Allemagne.



**ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER  
ET PRODUIT INTÉRIEUR BRUT  
COMPARAISONS INTERNATIONALES (a) (b)**

*(en milliards de francs)*

	Au 31 décembre 1992			Au 31 décembre 1993		
	Encours	PIB	Encours/PIB (en pourcentage)	Encours	PIB	Encours/PIB (en pourcentage)
États-Unis (c).....	4 327,6	31 841,4	13,6	5 855,1	35 943,3	16,3
Japon.....	1 365,9	19 376,4	7,1	1 531,6	23 994,4	6,4
Royaume-Uni.....	1 250,5	5 565,0	22,5	1 488,6	5 361,1	27,8
<b>France</b> .....	<b>774,1</b>	<b>6 998,9</b>	<b>11,1</b>	<b>833,8</b>	<b>6 998,9</b>	<b>11,9</b>
Allemagne.....	736,2	9 536,4	7,7	809,7	9 775,0	8,3
Pays-Bas .....	677,5	1 695,8	40,0	741,9 (d)	1 750,0	42,4
Canada .....	461,5	3 015,1	15,3	513,7	3 125,4	16,4
Italie.....	387,5	6 490,3	6,0	477,9	nd	nd
Belgique.....	305,3	1 169,5	26,1	368,5	1 194,2	30,9

(a) Les encours en contrevalue franc sont calculés sur la base des cours de change aux dates d'arrêté. Les produits intérieurs bruts sont convertis sur la base des cours de change moyens annuels  
 (b) Pour les encours : sources nationales, sauf pour le Canada et l'Italie où la source est le FMI  
 Pour les PIB : Source FMI  
 (c) En valeur de marché (pour mémoire les montants en coûts de remplacement sont 3 679,3 milliards de francs et 4 222,1 milliards et ceux au coût historique sont 2 102,7 milliards de francs et 3 234,5 milliards)  
 (d) Estimation  
 nd : non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements  
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

En ce qui concerne le PIB, la France se situait également au quatrième rang mondial au 31 décembre 1993, derrière les États-Unis, le Japon et l'Allemagne.

Toutefois, si l'on rapporte le montant des encours d'investissements directs à l'étranger au produit intérieur brut (PIB), les Pays-Bas (42,4 %) et, dans une moindre mesure, la Belgique (30,9 %) et le Royaume-Uni (27,8 %) apparaissent comme des pays à l'économie fortement extravertie, la France n'arrivant qu'en sixième position.

Il convient de rappeler que le ratio élevé des Pays-Bas, traduisant un haut degré d'ouverture internationale, s'explique par la présence, dans ce pays, d'entreprises d'importance mondiale (et notamment de sièges sociaux de « holdings ») qu'elles soient essentiellement néerlandaises ou en partie à capitaux étrangers.

De même, la Belgique, à travers la création des « Centres de coordinations », mène une politique identique pour attirer les quartiers généraux de « holdings ».

## ANNEXE 1

## NOTE MÉTHODOLOGIQUE

L'objet du recensement est d'évaluer dans une optique patrimoniale, c'est-à-dire en termes d'encours, le montant des investissements directs détenus à l'étranger par les résidents.

### ***1. Définition du concept d'investissement direct***

Le concept d'investissement direct découle de la notion de contrôle ou de pouvoir d'influence sur la gestion d'une entreprise.

On définit l'investissement direct à l'étranger comme :

- la détention à l'étranger d'une unité ayant une autonomie juridique, ou d'une succursale ;
- la détention d'une proportion significative du capital, donnant à l'investisseur résident un droit de regard dans la gestion de l'entreprise étrangère investie — dans la présente évaluation, a été considérée comme investissement direct toute participation égale ou supérieure à 10 %, conformément au critère de classement retenu en France par le Plan comptable et recommandé par l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), et par le Fonds monétaire international (FMI) dans leurs définitions de référence de l'investissement direct étranger — ;
- les prêts et avances à court et long terme consentis par l'investisseur à la société investie dès lors qu'un lien de maison mère à filiale est établi entre eux. Les prêts des filiales étrangères à leurs maisons mères résidentes ne viennent pas en déduction de ce montant.

### ***2. Principes généraux de recensement***

#### **2.1. Base du recensement**

L'enquête est établie à partir d'un concept territorial et comptable de l'investissement direct : le recensement des participations à l'étranger est limité à celles qui sont inscrites au bilan des sociétés résidentes et l'encours est mesuré par la valeur comptable de la part du capital et des réserves détenue dans la société non résidente, augmentée des prêts et avances de la société mère à la filiale.

Trois conséquences en découlent :

- ne sont prises en compte que les participations directes à l'étranger, pour leur valeur au bilan de la maison mère. Cette valeur peut inclure celle des participations de second rang détenues par le réseau des filiales directes ;
- la ventilation géographique des investissements à l'étranger résulte uniquement des lieux d'implantation des filiales directes ;
- en ce qui concerne les titres de participation, la valeur comptable peut être significativement différente de la valeur vénale.

## 2.2. Population concernée

### 2.2.1. Investisseurs résidents

Les investisseurs résidents ont leur siège en France métropolitaine, indépendamment de toute considération sur la nationalité des actionnaires ou associés qui les contrôlent.

Pour limiter la charge statistique liée à ce recensement, un seuil a été retenu. Ne sont visés que les investissements directs à l'étranger des entreprises françaises dont le poste d'immobilisations financières au bilan (que ces immobilisations concernent la France ou l'étranger) est supérieur ou égal à 20 millions de francs.

En 1993, le nombre d'investisseurs français à l'étranger recensés dans l'enquête était de 2 216.

### 2.2.2. Entreprises non résidentes ou succursales

Sont concernées celles détenues à hauteur de 10 % au moins de leur capital par une entreprise française et situées dans tout pays autre que :

- la France métropolitaine,
- la Principauté de Monaco,
- les départements d'outre-mer (Guyane, Martinique, Guadeloupe, Réunion),
- les territoires d'outre-mer (Polynésie française, Nouvelle-Calédonie et dépendances, Îles Wallis et Futuna),
- les collectivités territoriales de Mayotte et de Saint-Pierre et Miquelon.

En 1993, le nombre d'entreprises étrangères investies par les sociétés résidentes recensées dans l'enquête était de 8 456.

## 2.3. Sources d'information

Les succursales de la Banque de France collectent l'essentiel des informations sur les sociétés de leur rayon d'action.

## 2.4. Modalités d'établissement

### 2.4.1. Calcul de l'encours (en devises) de chaque participation à l'étranger

L'encours est en valeur comptable. En effet, les investissements directs à l'étranger sont appréhendés à partir des données figurant sur les tableaux de filiales et de participations annexés aux comptes annuels ou dans les rapports annuels d'activité. Cette valeur est généralement différente de la valeur de marché, mais le plus souvent celle-ci n'est pas disponible.

Pour chaque participation à l'étranger, le montant de l'investissement est calculé de la manière suivante :

- quote-part détenue dans la société étrangère,
- (x) capitaux propres de la dite société, hors résultats de l'année sous revue,
- (+) prêts et avances consentis par l'investisseur,
- (+) bénéfices réinvestis par l'investisseur au cours de l'exercice.

#### 2.4.2. Conversion en francs

Le montant des investissements directs à l'étranger est initialement calculé dans chacune des devises des pays dans lesquels les investissements sont effectués.

La conversion en francs de ces montants est réalisée sur la base des cours de change prévalant lors de la date d'arrêté du stock.

COURS DE CHANGE CONTRE FRANC		
	À la fin de 1992	À la fin de 1993
Franc belge .....	0,1660	0,1633
Florin .....	3,0354	3,0375
Deutschmark .....	3,4096	3,3980
Lire italienne.....	0,00373	0,00344
Livre sterling.....	8,3535	8,7105
Peseta .....	0,0481	0,0413
Franc suisse .....	3,7820	3,9808
Dollar des États-Unis.....	5,5065	5,8955
Dollar canadien.....	4,3410	4,4377

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements  
 SIPEX - Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

### 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 encours.

– Le recensement en balance des paiements n'enregistre que les flux de financement direct entre la France et l'étranger. Il ne prend pas en compte, par définition, le financement à l'étranger des investissements directs (par exemple, financement par emprunts bancaires dans le pays étranger où s'effectue l'investissement, ou financement par l'intermédiaire du réseau de filiales non résidentes). Contrairement à la précédente source d'écart, cette différence implique une minoration des flux par rapport aux variations d'encours.

– La balance des paiements n'enregistre pas, à l'heure actuelle, les investissements en capital provenant des bénéfices réinvestis alors qu'ils sont inclus dans le stock.

– Le cours de change retenu pour l'établissement du stock peut être très différent de celui appliqué aux règlements enregistrés en balance des paiements.

En effet, les flux d'investissement en balance des paiements sont valorisés aux cours de change prévalant à la date de l'investissement alors que les encours sont valorisés aux cours de change constatés lors de la date d'arrêté.

- Les prêts à court terme aux filiales qui sont repris dans les stocks ne sont pas recensés en balance des paiements avec les flux d'investissements directs, mais dans les mouvements de capitaux à court terme.

#### ***4. Corrections statistiques***

Compte tenu des indications résultant de l'exploitation des flux de balance des paiements enregistrés en 1993, le stock total calculé (833,8 milliards de francs) inclut une correction statistique de 37,6 milliards de francs résultant de la prise en compte des opérations d'investissement direct, d'un montant unitaire d'au moins 5 millions de francs, réalisées par des entreprises ne figurant pas dans le champ de recensement du stock.

## ANNEXE 2

**ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
de 1987 à 1993**

(en milliards de francs)

	Capital	Autres capitaux propres	Total capitaux propres	Prêts et avances	Encours total
31 décembre 1987.....	166,6	77,0	243,6	32,4	276,0
31 décembre 1988.....	165,4	106,8	272,2	39,6	311,8
31 décembre 1989.....	197,9	188,1	386,0	50,5	436,5
31 décembre 1990.....	285,6	219,3	504,9	59,9	564,8
31 décembre 1991.....	350,7	252,4	603,2	69,7	672,9
31 décembre 1992.....	404,7	268,5	673,2	100,9	774,1
31 décembre 1993.....	453,3	276,6	729,9	103,9	833,8

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

**POPULATION RECENSÉE (a)**

(en unité)

	Investisseurs résidents (a)	Entreprises non résidentes investies
31 décembre 1987.....	654	2 797
31 décembre 1988.....	950	4 939
31 décembre 1989.....	1 573	6 106
31 décembre 1990.....	2 056	7 977
31 décembre 1991.....	2 218	8 465
31 décembre 1992.....	2 243	8 663
31 décembre 1993.....	2 216	8 456

(a) Seuil d'investigation : entreprises résidentes dont le montant des immobilisations financières au bilan est au moins égal à 20 millions de francs.

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

ANNEXE 3

**VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS  
FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
AU 31 DÉCEMBRE 1993**

*(montant en millions de francs – répartition en pourcentage)*

	Capital	Prêts	Total	Répartition
ÉTATS-UNIS .....	137 888	15 513	153 401	18,4
PAYS-BAS.....	134 332	9 230	143 562	17,2
ROYAUME-UNI.....	65 536	9 893	75 429	9,1
BELGIQUE.....	71 593	1 884	73 477	8,8
ALLEMAGNE.....	43 846	8 070	51 916	6,2
ESPAGNE.....	40 110	4 095	44 205	5,3
SUISSE.....	42 030	1 049	43 079	5,2
ITALIE.....	35 483	1 955	37 438	4,5
CANADA.....	13 755	702	14 457	1,7
BRÉSIL.....	14 026	211	14 237	1,7
LUXEMBOURG.....	13 678	115	13 793	1,7
PORTUGAL.....	8 887	541	9 428	1,1
MEXIQUE .....	8 464	35	8 499	1,0
SUÈDE.....	7 151	114	7 265	0,9
IRLANDE .....	4 651	929	5 580	0,7
ARGENTINE.....	5 203	114	5 317	0,6
AUSTRALIE.....	3 993	444	4 437	0,5
JAPON .....	4 236	53	4 289	0,5
ÎLES CAÏMANES.....	3 585	700	4 285	0,5
GABON.....	3 159	31	3 190	0,4
SINGAPOUR.....	3 000	130	3 130	0,4
GRÈCE.....	2 516	264	2 780	0,3
HONG-KONG .....	2 390	217	2 607	0,3
MAROC .....	2 408	103	2 511	0,3
TURQUIE .....	2 139	362	2 501	0,3
BERMUDES .....	1 606	303	1 909	0,2
CORÉE DU SUD .....	1 903	0	1 903	0,2
TUNISIE .....	1 483	122	1 605	0,2
ARABIE SAOUDITE .....	1 554	3	1 557	0,2
ISRAËL .....	1 516	38	1 554	0,2
HONGRIE .....	1 475	41	1 516	0,2
CÔTE D'IVOIRE .....	1 311	138	1 449	0,2
CAMEROUN .....	1 095	165	1 260	0,2
AUTRICHE .....	1 201	46	1 247	0,2
NORVÈGE .....	1 120	51	1 171	0,2
CHILI .....	1 144	16	1 160	0,2
RÉPUBLIQUE TCHÈQUE .....	1 092	20	1 112	0,1
VENEZUELA .....	890	156	1 046	0,1
CHINE .....	826	1	827	0,1
ÉMIRATS ARABES UNIS .....	758	2	760	0,1
ANGOLA .....	695	0	695	0,1
THAÏLANDE .....	627	23	650	0,1
INDE .....	633	1	634	0,1
SÉNÉGAL .....	547	74	621	0,1
INDONÉSIE .....	581	32	613	0,1
NIGER .....	492	100	592	0,1
PANAMA .....	568	2	570	0,1
ÉGYPTE .....	422	83	505	0,1
DANEMARK .....	443	34	477	0,1
URUGUAY .....	345	68	413	0,1
TAÏWAN .....	367	0	367	0,1
CONGO .....	177	179	356	0,1
AUTRES PAYS .....	3 580	601	4 181	0,5
INDÉTERMINÉS .....	27 416	44 817	72 233	8,7
<b>Total .....</b>	<b>729 925</b>	<b>103 870</b>	<b>833 795</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

## ANNEXE 4

**RÉPARTITION PAR SECTEUR INVESTISSEUR DES INVESTISSEMENTS  
DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
AU 31 DÉCEMBRE 1993**

*(montant en millions de francs – répartition en pourcentage)*

Secteurs investisseurs	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Part
<b>1. AGRICULTURE.....</b>	<b>619</b>	<b>25</b>	<b>124</b>	<b>768</b>	<b>0,1</b>
<b>2. ÉNERGIE .....</b>	<b>16 408</b>	<b>26 070</b>	<b>28 617</b>	<b>71 095</b>	<b>8,6</b>
Houille, Lignite, Pétrole brut, Gaz naturel et Produits raffinés.....	8 720	17 498	27 690	53 908	6,5
Autres sources d'énergie.....	7 689	8 572	927	17 188	2,1
<b>3. PRODUITS MANUFACTURÉS .....</b>	<b>179 715</b>	<b>106 090</b>	<b>39 345</b>	<b>325 150</b>	<b>39,0</b>
Métaux ferreux et non ferreux .....	24 113	9 755	504	34 371	4,1
Minéraux non métalliques .....	16 891	9 238	1 166	27 295	3,3
Produits chimiques.....	38 606	25 596	7 786	71 989	8,6
Fonderie et travail des métaux .....	2 937	2 928	703	6 568	0,8
Machines agricoles et industrielles .....	3 243	3 990	256	7 488	0,9
Machines de bureau, matériel de précision....	15 223	-10 318	6 275	11 179	1,3
Matériel électrique et électronique .....	21 778	23 573	2 685	48 036	5,8
Matériel de transport .....	15 382	10 878	11 357	37 617	4,5
Alimentation, Boisson, Tabac.....	22 573	14 783	4 187	41 543	5,0
Textile et habillement .....	2 557	2 065	488	5 110	0,6
Papier, Presse, Imprimerie, Edition.....	6 766	3 111	685	10 562	1,3
Caoutchouc et Matières plastiques .....	8 464	8 101	3 052	19 617	2,4
Autres produits manufacturés .....	1 184	2 390	201	3 775	0,4
<b>4. BÂTIMENT ET GÉNIE CIVIL .....</b>	<b>11 348</b>	<b>-681</b>	<b>4 414</b>	<b>15 081</b>	<b>1,8</b>
<b>5. SERVICES MARCHANDS .....</b>	<b>210 617</b>	<b>100 946</b>	<b>28 229</b>	<b>339 792</b>	<b>40,7</b>
Récupération, Réparation, Commerce .....	28 837	25 222	6 065	60 124	7,2
Restauration et hébergement.....	10 721	860	4 201	15 782	1,9
Transports intérieurs.....	3 327	716	448	4 491	0,5
Transports maritimes et aériens .....	2 771	-4 205	1 260	-173	0,0
– Transports maritimes et navigation côtière	1 066	-3 879	1 240	-1 572	-0,2
– Transports aériens .....	1 705	-326	20	1 399	0,2
Services auxiliaires des transports .....	921	1 187	346	2 454	0,3
Communications .....	1 779	-54	7	1 732	0,2
Crédit.....	105 967	25 375	7 345	138 687	16,6
Assurances.....	32 803	37 734	1 129	71 666	8,6
Autres services marchands.....	23 490	14 110	7 428	45 029	5,4
– Médicaux, Culturels, Sociaux.....	2 236	558	635	3 430	0,4
– Autres .....	21 254	13 552	6 793	41 599	5,0
<b>6. SERVICES NON MARCHANDS .....</b>	<b>415</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>582</b>	<b>0,1</b>
<b>7. OPÉRATIONS IMMOBILIÈRES .....</b>	<b>1 941</b>	<b>-758</b>	<b>601</b>	<b>1 784</b>	<b>0,2</b>
<b>8. HOLDINGS .....</b>	<b>32 254</b>	<b>44 833</b>	<b>2 456</b>	<b>79 542</b>	<b>9,5</b>
<b>Total.....</b>	<b>453 318</b>	<b>276 607</b>	<b>103 870</b>	<b>833 795</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

## ANNEXE 5

**RÉPARTITION PAR SECTEUR D'INVESTISSEMENT DIRECT  
(SECTEUR « INVESTI »)  
DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
AU 31 DÉCEMBRE 1993**

<i>(montant en millions de francs – répartition en pourcentage)</i>					
Secteurs d'investissement direct	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition
<b>1. AGRICULTURE</b> .....	<b>676</b>	<b>304</b>	<b>128</b>	<b>1 108</b>	<b>0,1</b>
<b>2. ÉNERGIE</b> .....	<b>10 864</b>	<b>10 618</b>	<b>26 828</b>	<b>48 309</b>	<b>5,8</b>
Houille, Lignite, Pétrole brut, Gaz naturel et Produits raffinés.....	5 454	7 331	26 343	39 127	4,7
Autres sources d'énergie.....	5 410	3 288	485	9 182	1,1
<b>3. PRODUITS MANUFACTURÉS</b> .....	<b>174 861</b>	<b>122 236</b>	<b>39 649</b>	<b>336 747</b>	<b>40,4</b>
Métaux ferreux et non ferreux .....	20 779	1 704	1 660	24 143	2,9
Minéraux non métalliques .....	12 247	7 794	949	20 990	2,5
Produits chimiques.....	38 478	24 104	7 745	70 327	8,4
Fonderie et travail des métaux .....	3 718	3 336	426	7 481	0,9
Machines agricoles et industrielles .....	3 233	4 431	520	8 184	1,0
Machines de bureau, matériel de précision .....	14 556	-10 255	5 584	9 886	1,2
Matériel électrique et électronique .....	28 460	48 647	2 661	79 767	9,6
Matériel de transport.....	15 732	8 991	11 367	36 090	4,3
Alimentation, Boisson, Tabac .....	18 677	12 645	4 138	35 460	4,3
Textile et habillement .....	2 098	1 439	464	4 000	0,5
Papier, Presse, Imprimerie, Édition.....	7 692	8 983	778	17 453	2,1
Caoutchouc et Matières plastiques.....	8 321	8 093	3 130	19 545	2,3
Autres produits manufacturés .....	870	2 325	226	3 421	0,4
<b>4. BÂTIMENT ET GÉNIE CIVIL</b> .....	<b>11 196</b>	<b>-999</b>	<b>3 195</b>	<b>13 393</b>	<b>1,6</b>
<b>5. SERVICES MARCHANDS</b> .....	<b>206 704</b>	<b>96 301</b>	<b>24 856</b>	<b>327 861</b>	<b>39,3</b>
Récupération, Réparation, Commerce .....	33 909	26 276	6 969	67 154	8,1
Restauration et hébergement.....	10 905	964	4 317	16 186	1,9
Transports intérieurs .....	3 146	2 061	522	5 729	0,7
Transports maritimes et aériens .....	2 205	-1 966	1 042	1 281	0,1
– Transports maritimes et navigation côtière .....	812	-1 713	1 030	129	0,0
– Transports aériens.....	1 394	-253	12	1 152	0,1
Services auxiliaires des transports .....	685	534	472	1 691	0,2
Communications .....	1 780	-54	7	1 732	0,2
Crédit .....	92 545	30 906	2 379	125 830	15,1
Assurances .....	36 196	33 963	1 560	71 719	8,6
Autres services marchands.....	25 332	3 617	7 589	36 538	4,4
– Médicaux, Culturels, Sociaux .....	4 240	462	988	5 691	0,7
– Autres .....	21 092	3 155	6 600	30 848	3,7
<b>6. SERVICES NON MARCHANDS</b> .....	<b>392</b>	<b>-38</b>	<b>84</b>	<b>438</b>	<b>0,1</b>
<b>7. OPÉRATIONS IMMOBILIÈRES</b> .....	<b>2 492</b>	<b>-1 330</b>	<b>1 299</b>	<b>2 462</b>	<b>0,3</b>
<b>8. HOLDINGS</b> .....	<b>46 133</b>	<b>49 515</b>	<b>7 831</b>	<b>103 478</b>	<b>12,4</b>
<b>Total</b> .....	<b>453 318</b>	<b>276 607</b>	<b>103 870</b>	<b>833 795</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

## ANNEXE 6

**PRINCIPAUX PAYS D'INVESTISSEMENT DIRECT  
DU SECTEUR DU CRÉDIT À LA FIN DE 1993**

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

	Montant	Répartition
Belgique .....	23,1	16,7
Pays-Bas.....	14,2	10,2
Allemagne.....	13,2	9,5
Royaume-Uni.....	12,5	9,0
États-Unis.....	12,0	8,7
Suisse.....	10,3	7,4
Italie .....	7,8	5,6
Espagne .....	7,7	5,5
Autres pays.....	9,1	6,6
Indéterminé.....	28,8	20,8
<b>Total .....</b>	<b>138,7</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

**PRINCIPAUX PAYS D'INVESTISSEMENT DIRECT  
DU SECTEUR DES ASSURANCES À LA FIN DE 1993**

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

	Montant	Répartition
Royaume-Uni.....	13,9	19,4
États-Unis.....	11,3	15,8
Pays-Bas.....	11,1	15,5
Belgique .....	8,2	11,5
Luxembourg.....	6,4	8,9
Allemagne.....	3,9	5,4
Italie .....	3,1	4,3
Canada.....	3,0	4,2
Autres pays.....	9,7	13,5
Indéterminé.....	1,1	1,5
<b>Total .....</b>	<b>71,7</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

**RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS  
DU SECTEUR DES PRODUITS CHIMIQUES À LA FIN DE 1993**

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

	Montant	Répartition
États-Unis.....	31,2	43,3
Pays-Bas.....	4,1	5,7
Belgique .....	4,0	5,5
Espagne .....	4,0	5,5
Mexique.....	3,6	5,0
Brésil .....	3,3	4,6
Canada.....	2,8	3,9
Royaume-Uni.....	2,2	3,1
Autres pays.....	8,4	11,7
Indéterminé.....	8,4	11,7
<b>Total .....</b>	<b>72,0</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25

Mise à jour le 2 mai 1995

ANNEXE 7

## FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ENREGISTRÉS EN 1994

L'examen des flux de balance enregistrés en 1994 permet de dégager une tendance sur la variation prévisible de l'encours, bien qu'il soit incorrect, pour les raisons méthodologiques indiquées en annexe 1, d'estimer le stock d'investissements directs à fin 1994 en ajoutant les flux enregistrés en 1994 au stock à fin décembre 1993.

### 1. Vue d'ensemble

Pour la quatrième année consécutive, le développement des investissements directs à l'étranger s'est ralenti, pour s'établir à 60,5 milliards de francs (après 68,9 milliards de francs en 1993, 94,6 milliards de francs en 1992 et 107,3 milliards de francs en 1991).

En revanche, le montant des flux bruts est resté élevé. Les nouvelles opérations d'investissement et d'octroi de prêts ont atteint 106,3 milliards de francs, après 100,4 milliards en 1993 (soit + 6 %) et les liquidations et les remboursements de prêts 45,8 milliards de francs, après 31,5 milliards en 1993 (soit + 45 %).

#### 1.1. Le secteur privé non bancaire

Les flux d'investissements du secteur privé non bancaire ont continué de s'inscrire en baisse (61,3 milliards de francs, après 63,5 milliards l'année précédente).

Malgré cela, les prises de participation se redressent et passent de 48,3 milliards de francs en 1993 à 52,9 milliards en 1994.

#### 1.2. Le secteur bancaire

Le secteur bancaire a désinvesti en termes nets en 1994 à hauteur de 0,8 milliard de francs (contre des investissements nets de 5,4 milliards en 1993). Cette évolution résulte, notamment, d'une augmentation de 51 % des opérations de désinvestissement (7,1 milliards de francs, contre 4,7 milliards en 1993), et d'un très net ralentissement des nouveaux investissements (6,3 milliards de francs, au lieu de 10 milliards de francs l'année précédente, soit - 37 %).

<b>FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER</b> <b>1990-1994</b>					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	1990	1991	1992	1993	1994
Flux en balance des paiements					
<b>Investissements du secteur privé non bancaire</b> .....	<b>-130,6</b>	<b>-107,3</b>	<b>-94,6</b>	<b>-63,5</b>	<b>-61,3</b>
Investissements en capital.....	-111,0	-93,6	-80,6	-48,3	-52,9
– nouveaux investissements.....	-120,7	-104,0	-93,1	-65,6	-78,7
– liquidations.....	9,7	10,4	12,5	17,3	25,8
Investissements immobiliers (net).....	-3,3	-1,9	-1,7	-3,6	-2,5
Prêts nets à long terme de maisons-mères à filiales.....	-6,9	-11,8	-12,3	-11,6	-5,8
<b>Investissements du secteur bancaire</b> .....	<b>-16,0</b>	<b>-8,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,8</b>
<b>Total</b> .....	<b>-146,6</b>	<b>-115,6</b>	<b>-101,1</b>	<b>-68,9</b>	<b>-60,5</b>
Variation en pourcentage.....	(26,6)	(21,1)	(-12,6)	(-31,9)	(-12,2)
Signe négatif : augmentation des investissements à l'étranger					
Sans signe : liquidation d'investissements à l'étranger					
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25					
	Mise à jour le 2 mai 1995				

## 2. Répartition par pays ou zone géographique

La ventilation géographique des investissements directs de la France à l'étranger fait apparaître le renforcement des États-Unis à la première place des pays d'accueil, avec une progression des flux de 78 % entre 1993 et 1994.

La part de l'Union européenne reste stable (54 %, au lieu de 55 % en 1993). La Belgique vient en tête des pays de l'Union européenne avec 12 % des flux nets enregistrés, devançant sensiblement les Pays-Bas (9 %), l'Espagne (9 %) et l'Italie (9 % également).

Pour leur part, les pays hors zone OCDE ont accueilli 15 % des flux nets d'investissements en 1994, contre 23 % l'année précédente. Les investissements directs vers l'Amérique latine ont ralenti pour s'établir à 4 %, contre 9 % en 1993, et ceux en direction des pays de l'Est et les nouveaux pays industrialisés d'Asie sont restés marginaux.

Il ressort de ces résultats que les pays de la zone hors OCDE (dont la quasi-totalité a des coûts de production plus faibles qu'en France) n'ont pas été aussi attractifs pour les investisseurs français en 1994 qu'en 1993. D'autres critères, tels que la stabilité politique ou économique, la qualité des infrastructures ou de la main-d'œuvre (existence d'une main-d'œuvre très qualifiée) ou bien encore des incitations fiscales (impôts sur les sociétés, taxe professionnelle) peuvent avoir conduit les entreprises françaises à recentrer leurs investissements dans les pays de la zone OCDE.

# VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES FLUX NETS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER EN 1993 ET 1994

	(en milliards de francs)	
	1993	1994
Flux vers :		
OCDE .....	-52,1	-51,3
– Union européenne .....	-38,3	-33,1
– États-Unis .....	-9,6	-17,1
– Autres pays de l'OCDE .....	-4,2	-1,1
Pays hors OCDE .....	-16,8	-9,2
<b>Total .....</b>	<b>-68,9</b>	<b>-60,5</b>

### **3. Répartition par secteur économique**

En termes de nouvelles opérations d'investissement direct, le premier secteur investissant à l'étranger demeure celui des services marchands (34,9 milliards de francs, y compris les investissements des sociétés du secteur du crédit incluses en balance des paiements dans le secteur privé non bancaire<sup>1)</sup>). Il est suivi du secteur des produits manufacturés (26,4 milliards de francs dont 11,8 milliards pour le secteur des produits chimiques).

D'importants désinvestissements sont constatés dans le secteur du crédit (- 9 milliards de francs). Cela résulte, pour l'essentiel, d'opérations de restructuration réalisées par certaines banques françaises.

<sup>1</sup> Rappelons que le secteur du crédit commenté au début de la note recouvre le secteur financier au sens large et concerne donc un champ de recensement plus étendu que le seul secteur bancaire.

# LA SITUATION MONÉTAIRE EN 1994

Cette étude analyse pour l'année 1994 les résultats de la politique monétaire et les modalités de sa mise en œuvre et présente une synthèse des évolutions ayant affecté les agrégats de monnaie et de placement ainsi que le financement de l'économie.

---

JEAN-YVES GREUET  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur la politique monétaire*

- L'objectif ultime de la politique monétaire — assurer la stabilité des prix notamment par la stabilité du franc dans le SME — a été réalisé.
- Le mouvement de décrue des taux directeurs s'est poursuivi en 1994, en liaison avec la stabilité du franc vis-à-vis des monnaies les plus crédibles du mécanisme de change européen. Il s'inscrit dans le prolongement de la tendance amorcée à l'automne 1992.
- L'évolution de M3 depuis la mi-1994 est de nouveau sur une tendance ascendante. Sur les six derniers mois de 1994, la progression de M3 a suivi une pente annuelle proche de sa norme de 5 % fixée à moyen terme.
- La réduction des déficits publics et le respect du programme de convergence défini par le gouvernement en novembre 1993, la croissance résolue de l'investissement et la réforme structurelle du marché du travail sont des éléments essentiels pour accompagner la pleine réalisation de l'objectif de stabilité monétaire que ses nouveaux statuts assignent à la Banque de France.
- Le rythme de croissance des financements de l'économie, apprécié globalement à travers l'évolution de l'endettement intérieur total, s'est accéléré de 3,1 % à 3,6 % d'une année à l'autre, le moindre recours au crédit ayant été plus que compensé par la croissance des financements levés sur les marchés de capitaux.

## 1. La politique monétaire

### 1.1. L'action du Conseil de la politique monétaire

L'installation du Conseil de la politique monétaire, le 7 janvier 1994, a marqué l'entrée en application du nouveau statut d'indépendance conféré par la loi du 4 août 1993 à la Banque de France (cf. encart). Cette réforme, qui s'inscrit dans le processus conduisant à l'Union monétaire européenne, est aussi de nature à conforter la confiance dans le franc et la crédibilité de la politique monétaire.

Le Conseil de la politique monétaire (CPM) est chargé de définir la politique monétaire (article 1 de la loi). À ce titre, il a arrêté et annoncé, le 27 janvier 1994, le dispositif de politique monétaire pour 1994, comme il s'est prononcé sur la conduite des taux d'intérêt directeurs, modifiés à douze reprises au cours de l'année. De même, les objectifs de politique monétaire pour 1995 ont été arrêtés par le Conseil de la politique monétaire et annoncés lors d'une conférence de presse tenue par le gouverneur, le 15 décembre 1994.

Dans l'exercice de ses attributions (article 7 de la loi), le Conseil a précisé les obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit, notamment l'assiette et les taux des réserves obligatoires. Le 28 mars, le CPM a repris, sans les modifier, les obligations imposées à ce titre au système bancaire, auparavant édictées par le Comité de la réglementation bancaire. Ainsi, trois décisions du CPM fixent la réglementation en vigueur respectivement en France métropolitaine, dans les départements et les territoires d'outre-mer.

Vis-à-vis du Parlement comme du pouvoir exécutif et, au-delà, de l'opinion publique, la Banque de France est tenue par son statut à des obligations de transparence. Conformément à l'article 19 de la loi, le gouverneur adresse au président de la République et au Parlement un rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives. Selon la procédure prévue par la loi, le gouverneur a été entendu à plusieurs reprises par les commissions des Finances de l'Assemblée nationale et du Sénat.

#### **L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE DE FRANCE**

*Aux termes de la loi du 4 août 1993, la Banque de France est désormais pleinement responsable de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire. Cette loi assigne à la Banque centrale sa mission fondamentale : assurer la stabilité des prix.*

##### **1. Les dispositions essentielles qui garantissent l'indépendance de la Banque de France**

*Au sein de la Banque de France, c'est le Conseil de la politique monétaire — comprenant neuf membres dont le gouverneur et les deux sous-gouverneurs — qui est explicitement investi de la responsabilité de définir la politique monétaire. Il tire les moyens d'assurer en toute indépendance sa mission de l'interdiction faite à ses membres de solliciter ou d'accepter des instructions du gouvernement ou de toute personne, et du caractère irrévocable de leur mandat (six ans, renouvelable une fois, pour les gouverneurs, neuf ans, non renouvelable, pour les autres membres). Le caractère collégial de cet organe de décision est un gage supplémentaire d'indépendance.*

.../...

## 2. La transparence à l'égard des institutions démocratiques

La garantie d'indépendance accordée à la Banque centrale entraîne pour celle-ci des responsabilités renforcées. Elle s'accompagne d'une définition précise des relations avec le président de la République, le Gouvernement et le Parlement, qui assure une grande transparence à l'égard des institutions démocratiques.

Le nouveau statut prévoit ainsi que la Banque de France — sans qu'aucun préjudice soit porté à son indépendance — peut engager un dialogue direct avec le gouvernement. Dans la pratique, ce dernier, par la voix du Premier ministre et du ministre de l'Économie, est en mesure de lui faire connaître son point de vue, puisque ces deux personnalités peuvent participer aux séances du Conseil de la politique monétaire mais sans voix délibérative.

L'indépendance de la Banque de France n'a pas pour conséquence de placer la politique monétaire en dehors du débat démocratique sur la politique économique d'ensemble, dont elle est une des principales composantes. Au moins une fois par an, le gouverneur de la Banque de France adresse au président de la République et au Parlement un rapport sur les opérations de la Banque, la politique monétaire et ses perspectives. Il est entendu, sur leur demande, par les commissions des Finances des deux Assemblées et peut lui-même demander à être entendu par elles. Ces Commissions, en outre, ont connaissance des comptes de la Banque, qui leur sont transmis.

Par ailleurs, les membres du Conseil ont reçu pour mission, par délégation du gouverneur, d'organiser, chacun pour un certain nombre de régions, des contacts à haut niveau avec les responsables économiques, sociaux et politiques de ces circonscriptions.

## 3. Les avantages qui doivent en résulter pour l'économie et les marchés de capitaux

L'indépendance accordée à la Banque de France est de nature à améliorer encore l'efficacité de la politique de stabilité des prix. L'expérience, étrangère notamment, a en effet montré que le succès des politiques monétaires repose de plus en plus sur la crédibilité des institutions chargées de les définir et de les mettre en œuvre. Or, une condition nécessaire sinon suffisante de cette crédibilité est non seulement que la politique monétaire soit conduite sur la base d'un engagement clair et solennel en faveur de la stabilité des prix, mais aussi que cet engagement soit perçu comme irréversible et indépendant par conséquent des contingences de la vie politique. La portée de l'objectif de maintien de la valeur interne et externe de la monnaie s'en trouve renforcée.

L'indépendance de la Banque centrale peut, en outre, contribuer à la cohérence et à l'amélioration de l'équilibre entre les différentes composantes de la politique économique. En particulier, la Banque de France peut désormais donner publiquement son avis sur les orientations budgétaires ou sur les évolutions des revenus et sur les questions structurelles dès lors que celles-ci sont susceptibles d'interférer avec la politique monétaire et de remettre en cause l'objectif de stabilité des prix.

L'indépendance revêt enfin un caractère tout particulier dans la perspective du processus de l'Union monétaire. L'indépendance de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales formant avec elle le Système européen de banques centrales est une des conditions de sa réalisation. Dès la deuxième étape du processus qui a débuté le 1<sup>er</sup> janvier 1994, les banques centrales ont commencé de coopérer étroitement pour rapprocher leurs concepts monétaires, leurs instruments d'intervention et leurs méthodes statistiques. L'indépendance de la Banque de France, comme celles d'autres banques centrales qui suivent la même évolution, ne peut que renforcer cette coopération.

## 1.2. La politique monétaire menée en 1994

### 1.2.1. Le dispositif monétaire adopté pour l'année 1994

Au terme du dispositif retenu pour 1994 et annoncé le 27 janvier, l'objectif final de la politique monétaire de la Banque de France est la stabilité des prix, lesquels ne devaient pas augmenter globalement de plus de 2 %, en 1994 comme dans une perspective de moyen terme. Afin de réaliser cet objectif, la Banque de France s'est référée à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne. Le premier est un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie au sein du mécanisme de change européen, assurée dans le cadre de la décision prise le 2 août 1993 par les ministres et gouverneurs des banques centrales de maintenir inchangée la grille des cours centraux. Le second est un objectif intermédiaire interne de moyen terme : l'agréagat monétaire M3, dont la vitesse de circulation a été, en 1993 et 1994, soumise à de fortes variations, devrait, sur le moyen terme, s'inscrire dans une tendance de l'ordre de 5 %, comprenant une croissance du PIB potentiel non inflationniste de 2,5 % à 3,0 % en volume et une évolution des prix qui n'excède pas 2 %. Cette procédure a été jugée préférable à l'établissement d'une fourchette annuelle, du fait de la sensibilité de l'agréagat M3, à court terme, à des mesures discrétionnaires, telles que celles qui ont été prises en 1993 (modification de la fiscalité des OPCVM, grand emprunt d'État, opérations de privatisation) et qui ont perturbé l'évolution de sa vitesse de circulation. Sur le moyen terme, en revanche, l'évolution tendancielle de M3 est beaucoup plus significative.

La référence de progression du PIB potentiel en valeur a été retenue pour l'analyse de l'endettement intérieur total (EIT), qui a été considéré comme un indicateur privilégié. La Banque de France a vérifié, à partir de cet indicateur, que notre économie continuait de disposer des moyens de financement nécessaires pour accompagner la reprise économique, tout en veillant à prévenir le risque d'inflation.

La Banque de France a continué de tenir compte de l'évolution d'autres variables, notamment les taux d'intérêt à long terme et la balance des paiements.

### 1.2.2. La conduite de la politique monétaire en 1994

L'année 1994 a été caractérisée par le retour à la stabilité des changes et par la réduction des taux d'intérêt directeurs, dans le cadre des procédures habituelles d'intervention sur le marché monétaire, fondées pour l'essentiel sur la technique des appels d'offres.

#### ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS

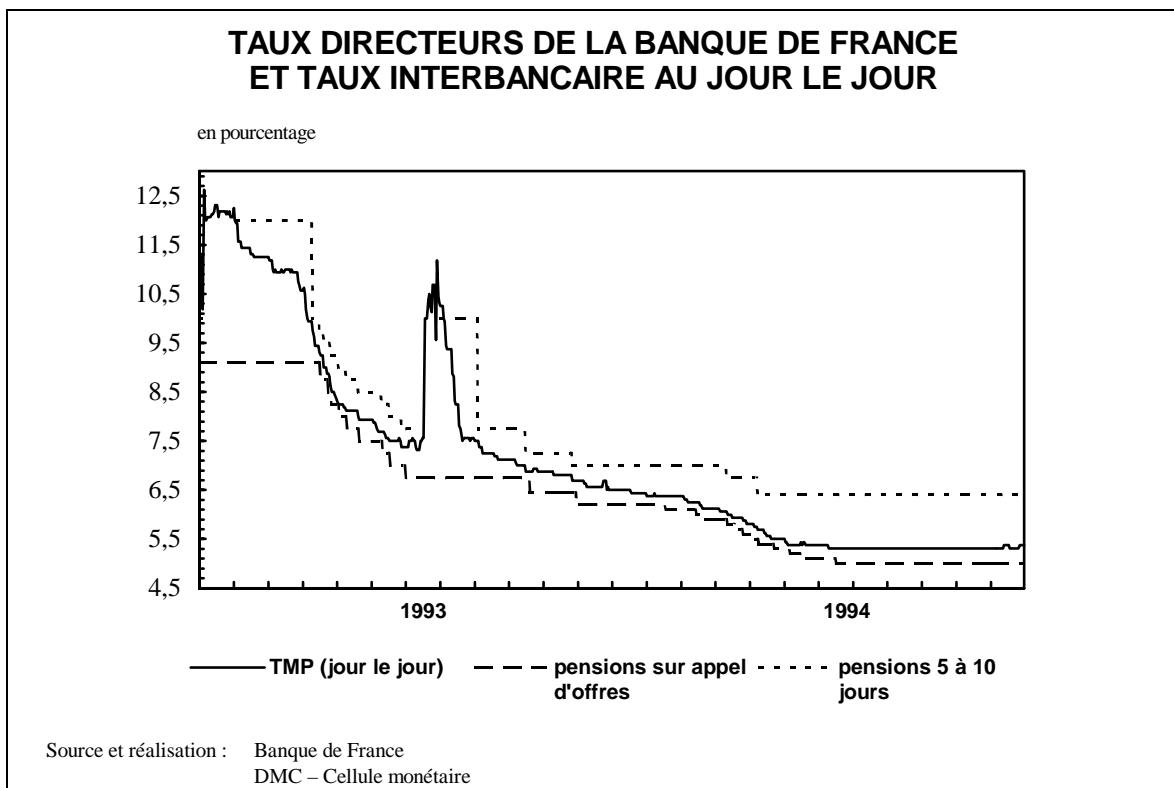
(aux dates d'annonce – en pourcentage)

	Pensions sur appels d'offres	Pensions de 5 à 10 jours
6 décembre 1993.....	6,20	7,00
24 février 1994.....	6,10	7,00
24 mars 1994.....	6,00	7,00
31 mars 1994.....	5,90	6,75
21 avril 1994.....	5,80	6,75
28 avril 1994.....	5,70	6,75
6 mai 1994.....	5,60	6,75
17 mai 1994.....	5,50	6,75
19 mai 1994.....	5,40	6,40
3 juin 1994.....	5,30	6,40
17 juin 1994.....	5,20	6,40
1 <sup>er</sup> juillet 1994.....	5,10	6,40
28 juillet 1994.....	5,00	6,40

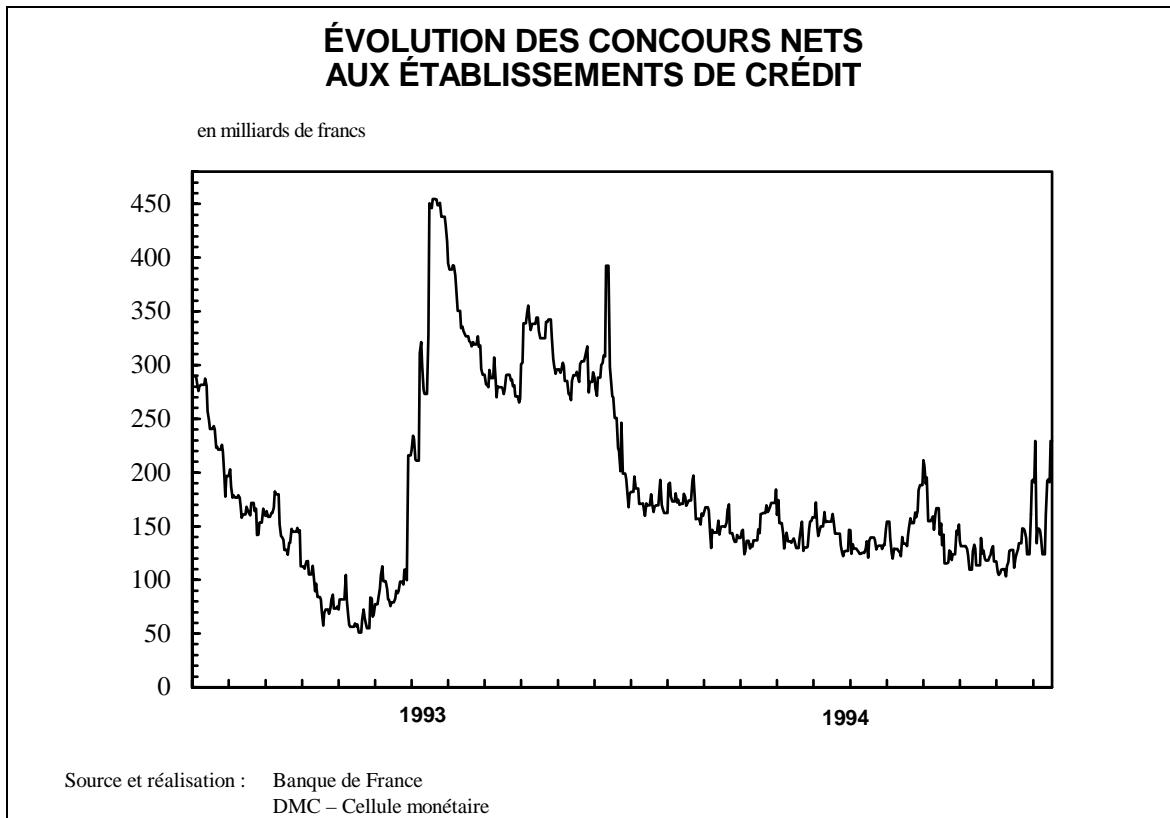
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SEPM

Par décision du Conseil de la politique monétaire, les taux directeurs ont été graduellement abaissés. Ce mouvement s'est étalé du début de l'année au 28 juillet, la réduction du taux des pensions sur appels d'offres atteignant 120 points de base pendant cette période. Le taux des pensions de 5 à 10 jours a, pour sa part, été réduit de 60 points de base.

Cette baisse des taux directeurs s'inscrit dans une tendance amorcée à l'automne 1992 mais interrompue lors de la crise de change qui a affecté le Système monétaire européen (SME) pendant l'été 1993. Au total, depuis l'été 1992, les taux directeurs ont baissé de plus de 400 points de base (460 points de base pour les pensions sur appels d'offres, 410 points de base pour les pensions de 5 à 10 jours).



Depuis l'été 1994, le processus de baisse des taux directeurs s'est interrompu dans l'Union européenne. Il s'est inversé dans certains pays, comme l'Italie, le Royaume-Uni et la Suède.



Au cours de l'année 1994, le volume des concours nets aux établissements de crédit au titre du refinancement s'est sensiblement réduit (cf. graphique ci-dessus), passant de 221 milliards de francs (en moyenne mensuelle) en janvier à 139,3 milliards en décembre. Cette réduction s'est traduite notamment par une diminution des concours consentis sur appels d'offres, qui représentent la composante principale des concours aux établissements de crédit et dont le volume est passé de 190,2 milliards de francs en janvier à 92,4 milliards en décembre.

Le niveau des réserves obligatoires, qui exerce un impact négatif de l'ordre de 6 à 7 milliards de francs en moyenne sur le niveau de la liquidité bancaire, a été stable tout au long de l'année, comme cela a d'ailleurs été le cas depuis la modification des coefficients en mai 1992.

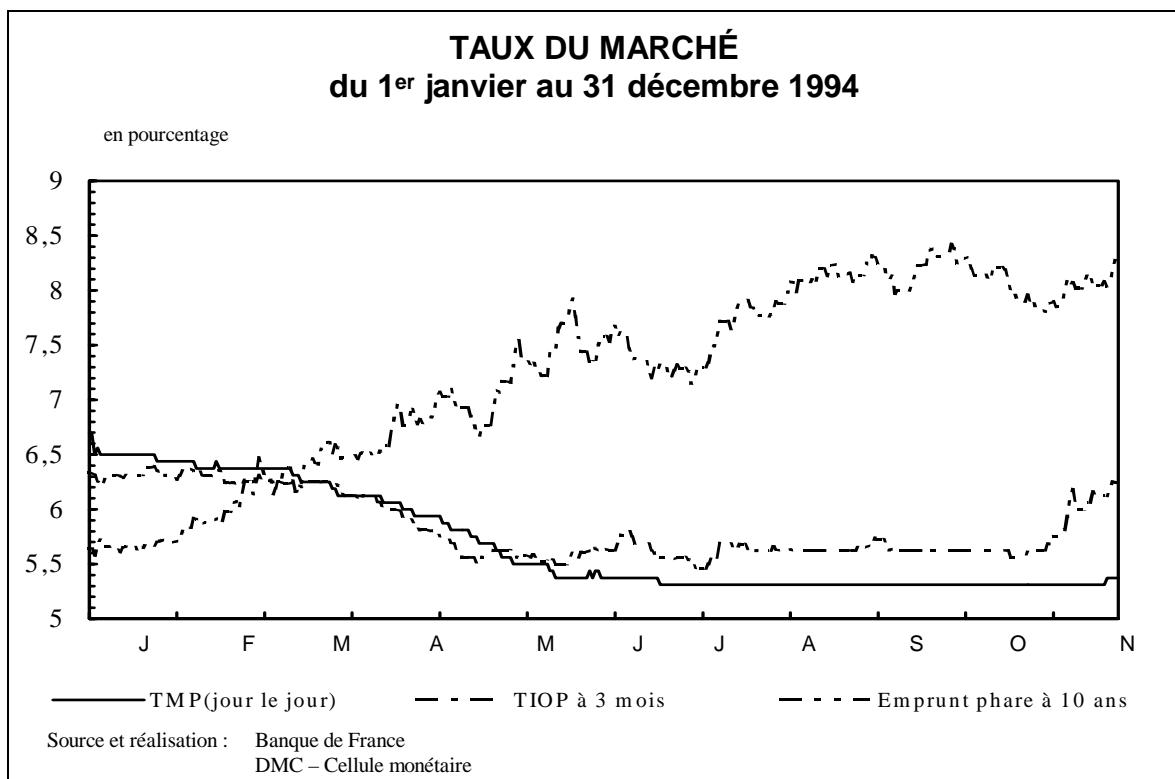
En ce qui concerne les facteurs autonomes de la liquidité bancaire, le stock des billets en circulation n'a que peu fluctué, autour de 240 à 250 milliards de francs.

La reconstitution régulière des réserves nettes de change après la crise d'août 1993 a entraîné, à due concurrence, un élargissement de la liquidité bancaire.

L'évolution des concours nets de la Banque de France au Trésor public a reflété l'évolution de la trésorerie que l'État conserve sur son compte auprès de l'Institut d'émission. Ce compte a enregistré des fluctuations importantes, en fonction de l'échéancier de la dette publique et des variations saisonnières de ses dépenses et recettes. Son niveau moyen mensuel a varié entre 12 milliards de francs et 48 milliards. Le montant des concours au Trésor public qui, après un remboursement partiel de 12,03 milliards de francs, se situait au début de 1994 à 24 milliards, a été gelé en raison de la mise en œuvre de l'article 104 du Traité sur l'Union européenne, qui interdit tout nouveau financement du secteur public par les banques centrales depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1994. Ces avances, rémunérées au taux de 5 %, seront apurées, soit par dixième chaque année d'ici le 31 décembre 2003, soit de manière anticipée à tout moment. Un remboursement de 2,4 milliards de francs est intervenu à ce titre en décembre 1994.

Toujours dans le cadre de l'article 104, la Banque de France applique systématiquement, depuis le début de 1994, un jour de valeur aux chèques déposés sur son compte par le Trésor. La mise en œuvre de ce délai permet de réduire très sensiblement le « flottant » positif moyen sur les chèques du Trésor et, par voie de conséquence, le besoin de refinancement des banques.

### 1.2.3. L'évolution des taux de marché



Dans le prolongement des tendances observées en 1993, la hiérarchie des rendements selon les échéances est redevenue ascendante au début de 1994, sous l'effet de mouvements croisés à la baisse des taux à court terme et à la hausse des taux à long terme.

<b>TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET À LONG TERME</b>						
	<i>(moyenne mensuelle – en pourcentage)</i>					
	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
TMP .....	6,50	6,39	6,30	6,06	5,75	5,44
TIOP 1 mois .....	6,52	6,41	6,32	6,06	5,75	5,52
TIOP 3 mois .....	6,32	6,30	6,25	6,01	5,64	5,56
TIOP 6 mois .....	6,04	6,10	6,10	5,96	5,60	5,66
TIOP 1 an .....	5,64	5,78	5,96	5,88	5,63	5,92
Taux à long terme (a) .....	5,67	5,94	6,38	6,69	6,97	7,49
	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
TMP .....	5,35	5,31	5,31	5,31	5,31	5,32
TIOP 1 mois .....	5,56	5,49	5,45	5,44	5,44	5,65
TIOP 3 mois .....	5,64	5,60	5,63	5,65	5,61	5,95
TIOP 6 mois .....	5,78	5,86	5,93	5,90	5,83	6,27
TIOP 1 an .....	6,04	6,23	6,41	6,40	6,31	6,71
Taux à long terme (a) .....	7,40	7,61	8,10	8,19	8,14	8,02

(a) Emprunt phare à 10 ans

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire

*Les taux d'intérêt à court terme*

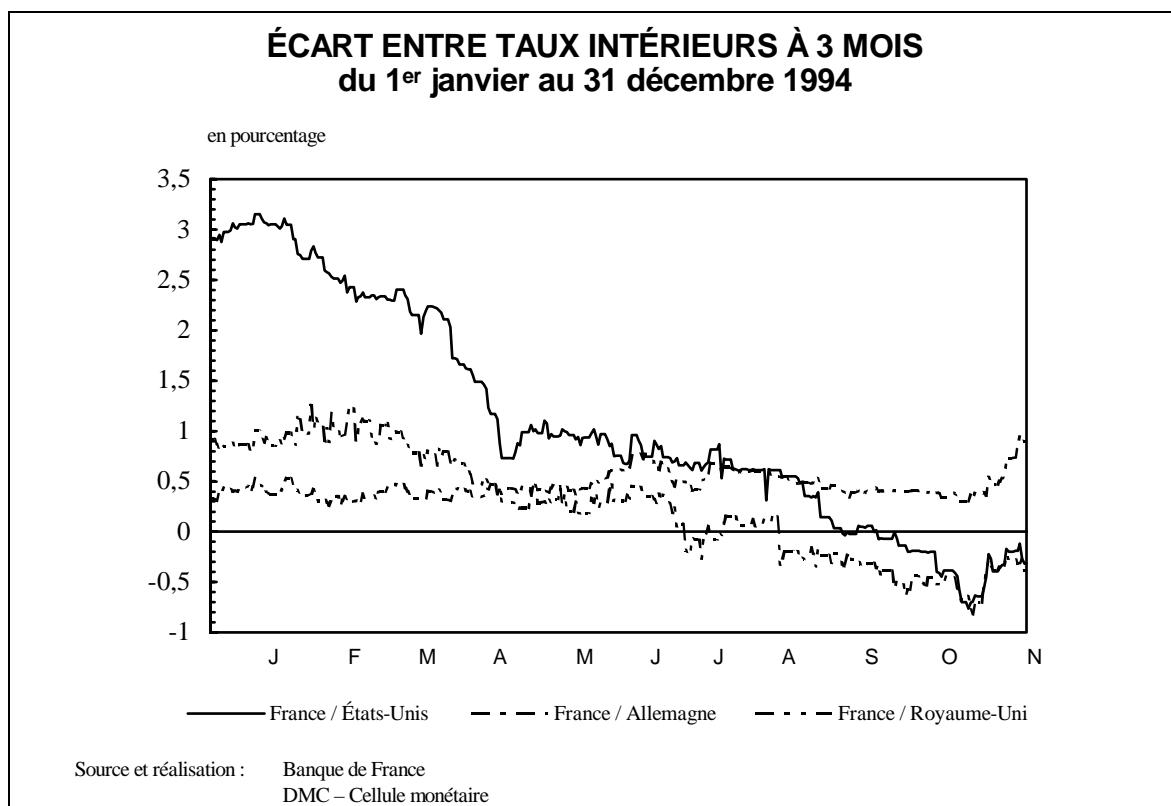
Après douze mois de baisse continue, dans le sillage des taux directeurs, les taux d'intérêt à court terme se sont stabilisés depuis août 1994 à un niveau historiquement bas. Il faut remonter à octobre 1972 pour retrouver un niveau comparable du taux au jour le jour : il s'établissait alors à 5,18 %.

<b>ÉCART SUR LES TAUX INTÉRIEURS À 3 MOIS</b>						
	<i>(moyenne mensuelle – en pourcentage)</i>					
	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
1987 .....	3,98	4,50	3,93	4,10	4,43	4,58
1988 .....	4,85	4,27	4,59	4,73	4,34	3,53
1989 .....	2,97	2,81	2,54	2,26	1,89	1,95
1990 .....	3,02	2,68	2,11	1,70	1,42	1,70
1991 .....	0,94	0,69	0,34	0,17	0,16	0,66
1992 .....	0,46	0,46	0,42	0,29	0,16	0,35
1993 .....	3,26	3,48	3,17	1,02	0,08	-0,32
1994 .....	0,42	0,38	0,37	0,37	0,42	0,47
	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
1987 .....	4,08	4,00	3,88	3,57	4,78	4,84
1988 .....	2,49	2,39	2,96	2,93	3,17	3,08
1989 .....	2,11	2,03	1,94	1,89	2,17	2,70
1990 .....	1,75	1,72	1,86	1,42	1,14	1,02
1991 .....	0,45	0,31	0,16	-0,04	0,13	0,51
1992 .....	0,44	0,51	1,43	2,11	0,77	2,05
1993 .....	0,62	1,12	0,59	0,31	0,35	0,39
1994 .....	0,65	0,57	0,53	0,41	0,39	0,54

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire

Au cours du premier semestre, la baisse des taux directeurs s'est répercutee sur les taux de marché d'autant plus fortement que les échéances étaient plus courtes (106 points de base sur le taux au jour le jour, 100 points de base sur le taux d'intérêt à 3 mois, 38 points de base sur le taux d'intérêt à 6 mois). Toutefois, dès février, le retourement à la hausse des taux d'intérêt à long terme, lui-même lié à la tendance internationale, avait commencé à se faire sentir sur les taux à 12 mois. Au cours du second semestre, les taux ont été orientés à la hausse sur les diverses échéances du marché interbancaire (11 points de base sur le taux à 1 mois, 31 points à 3 mois, 49 points à 6 mois), le taux à 1 an s'appréciant d'environ 95 points de base entre janvier et décembre ; ainsi, la pente de la courbe des taux s'est sensiblement redressée.

L'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et les taux allemands de même échéance a fluctué, tout au long de l'année, autour de 40 à 50 points de base. En moyenne annuelle, cet écart a été du même ordre que celui enregistré en 1991, qui était lui-même un point bas historique. Les écarts avec les taux pratiqués aux États-Unis et au Royaume-Uni se sont sensiblement réduits tout au long de l'année, s'inversant même au quatrième trimestre de 1994 : les taux français à 3 mois étaient en fin d'année inférieurs de 34 points de base aux taux américains et de 43 points de base aux taux britanniques.



#### *Les taux d'intérêt à long terme*

La politique monétaire a un impact déterminant sur le niveau des taux d'intérêt aux échéances les plus courtes. Son influence est indirecte sur la formation des taux d'intérêt à long terme. Ces derniers sont largement déterminés sur un marché des capitaux où ils reflètent la confrontation d'une offre et d'une demande de fonds non seulement à l'échelle nationale mais aussi à l'échelle internationale.

Toutefois, les écarts enregistrés d'un pays à l'autre sur les niveaux et les tendances des taux longs reflètent largement le degré de confiance des marchés dans la politique anti-inflationniste des banques centrales et la crédibilité de celles-ci.

Le retournement de tendance sur les marchés obligataires européens correspond au durcissement non anticipé de la politique monétaire américaine, qu'a illustré le relèvement du taux des fonds fédéraux (*Fed funds*) le 4 février. Ces marchés ont aussi été sujets à un phénomène de correction après la forte baisse des taux obligataires observée en 1993 et au début de 1994. En France, le taux de l'emprunt phare à 10 ans a ainsi atteint un niveau exceptionnellement bas en janvier (5,67 % en moyenne mensuelle) ; il s'est ensuite redressé assez régulièrement jusqu'à la fin de l'année pour atteindre 8,02 % en moyenne mensuelle en décembre. Ce dernier chiffre est comparable à celui enregistré au début de 1993. L'évolution de la structure des taux d'intérêt montre que, si la remontée des taux obligataires a été légèrement plus marquée en France qu'en Allemagne, une évolution inverse a été observée vis-à-vis des autres pays du G 7, Japon excepté. Ceci traduit le bon degré de crédibilité de la politique monétaire française.

### ÉCART ENTRE LES TAUX À LONG TERME EN 1994 FRANCE – PAYS DU G 7

(moyenne mensuelle – en pourcentage)

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
France – Allemagne .....	0,03	0,06	0,10	0,31	0,40	0,50
France – États-Unis .....	-0,12	-0,08	-0,19	-0,38	-0,34	0,30
France – Royaume-Uni .....	-0,67	-0,76	-1,03	-1,09	-1,31	-1,24
France – Italie .....	-3,15	-3,00	-3,32	-2,86	-2,76	-3,28
France – Canada .....	-1,34	-1,01	-1,30	-1,67	-1,57	-1,59
France – Japon .....	2,40	2,41	2,30	2,68	3,13	3,20
	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
France – Allemagne .....	0,54	0,52	0,55	0,66	0,68	0,56
France – États-Unis .....	-0,03	0,25	0,52	0,32	0,04	0,06
France – Royaume-Uni .....	-1,19	-1,07	-0,88	-0,72	-0,62	-0,66
France – Italie .....	-3,69	-4,27	-4,09	-4,03	-3,84	-4,08
France – Canada .....	-1,86	-1,47	-0,97	-1,01	-1,14	-1,20
France – Japon .....	3,02	2,94	3,48	3,42	3,38	3,38

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire

La remontée des taux d'intérêt à long terme est révélatrice d'une révision à la hausse des anticipations des marchés concernant les évolutions de la demande d'emprunts et celle des prix dans certains pays. Dans le cas de la France, aucun risque de résurgence de l'inflation n'est apparu ; en effet, la hausse des prix a été, en 1994, la plus faible depuis 1956 et d'importants facteurs de désinflation restent à l'œuvre avec une évolution modérée des coûts unitaires de production et un haut degré de concurrence. En revanche, la remontée observée des taux à long terme français, même si elle peut être qualifiée de modérée par rapport à celle d'autres pays, traduit, pour l'essentiel, le sentiment des marchés que les déficits publics doivent être réduits conformément aux engagements pris dans le cadre du programme de convergence européen.

## ÉCART ENTRE LES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS FRANCE – ALLEMAGNE

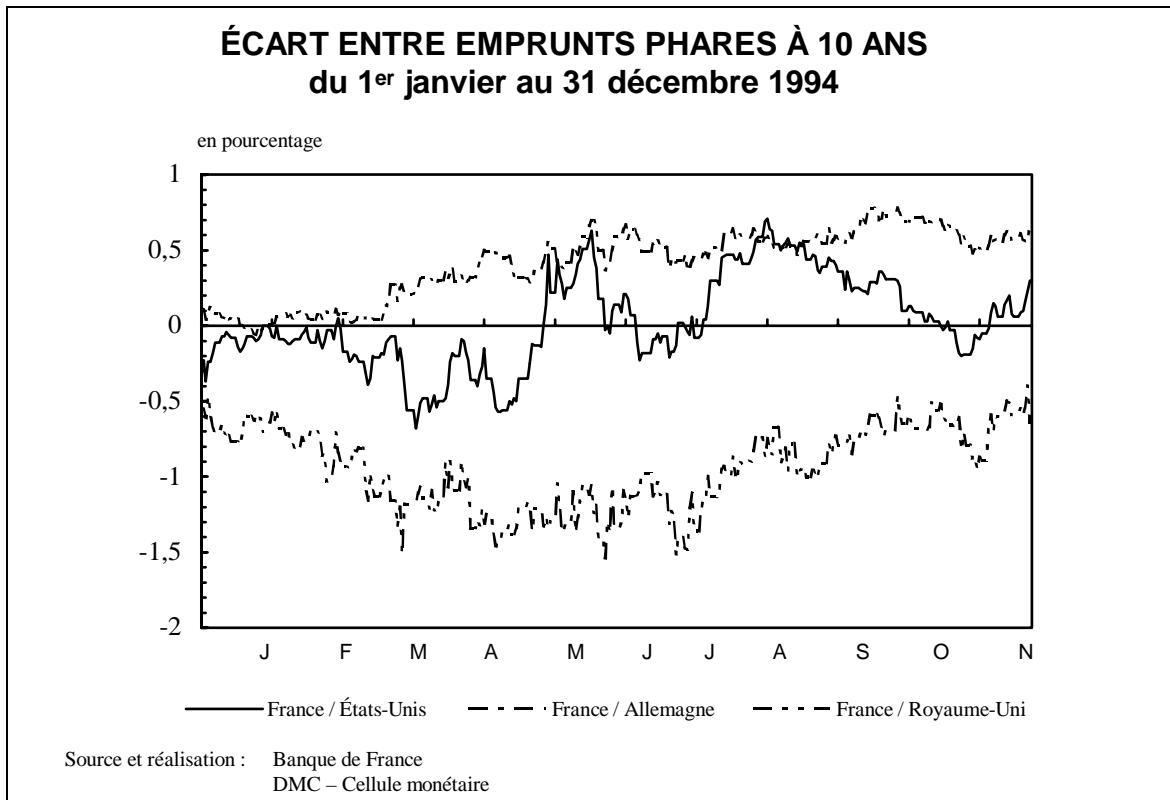
*(moyenne mensuelle – en pourcentage)*

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
1987.....	–	–	–	–	–	–
1988.....	3,36	2,85	3,07	2,91	2,65	2,32
1989.....	1,95	2,17	2,18	1,99	1,82	1,92
1990.....	1,96	1,63	1,28	0,98	0,91	0,95
1991.....	0,91	0,78	0,65	0,53	0,48	0,76
1992.....	0,52	0,57	0,65	0,65	0,61	0,77
1993.....	0,83	0,84	0,74	0,50	0,36	0,18
1994.....	0,03	0,06	0,10	0,31	0,40	0,50
	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
1987.....	3,18	3,45	3,57	3,84	3,72	3,59
1988.....	2,18	2,43	2,39	2,34	2,42	2,19
1989.....	1,91	1,67	1,66	1,84	1,78	1,89
1990.....	1,06	1,26	1,46	1,35	1,28	1,11
1991.....	0,58	0,54	0,46	0,51	0,54	0,61
1992.....	0,85	1,03	1,07	1,04	0,82	0,91
1993.....	0,18	-0,03	0,01	0,02	0,17	0,09
1994.....	0,54	0,52	0,55	0,66	0,68	0,56

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire

L'écart entre les taux d'intérêt à long terme français et allemands s'était complètement résorbé à la mi-1993. Une différence limitée est réapparue à la fin du premier trimestre de 1994 ; en fin d'année, les taux français étaient supérieurs aux taux allemands d'environ 60 points de base. L'évolution de l'écart avec les taux américains a été plus heurtée, les taux français s'étant situés à plusieurs reprises (de janvier à mai, puis en juillet et une partie de novembre 1994) en dessous des taux américains. Quant aux conditions pratiquées dans les pays ayant choisi de quitter le mécanisme de change du SME (Royaume-Uni, Italie), elles se sont situées nettement au-dessus des taux français : les écarts, en moyennes mensuelles, avec le Royaume-Uni se sont élargis jusqu'à atteindre 131 points de base en mai, puis ont retrouvé le même niveau qu'en début d'année, soit 66 points de base, tandis que ceux avec l'Italie ont eu tendance à se creuser au second semestre, atteignant en fin d'année 408 points de base. Les écarts vis-à-vis du Canada se sont accrus de février (101 points de base) à juillet (186 points de base), puis se sont légèrement repliés (120 points de base en décembre). L'évolution de l'écart avec le Japon demeure un cas particulier : les taux à long terme dans ce pays ne sont en effet qu'assez faiblement influencés par l'évolution générale des taux sur les marchés financiers internationaux.

Au total, si les taux pratiqués sur le marché obligataire français font ressortir une prime importante par rapport aux taux japonais et limitée par rapport aux taux allemands, ils continuent à faire bénéficier l'économie française de conditions de financement relativement favorables.



#### 1.2.4. Le coût du crédit

Selon les enquêtes de la Banque de France, le mouvement de baisse du coût du crédit entamé au quatrième trimestre de 1992 s'est poursuivi jusqu'au troisième trimestre de 1994. Ainsi, même si la remontée des taux d'intérêt à long terme a pu limiter la reprise des investissements dans certains secteurs, notamment dans le secteur immobilier, globalement l'évolution des taux d'intérêt a été favorable à la reprise.

*Le coût du crédit aux particuliers*

Les taux des crédits aux particuliers ont été orientés à la baisse au cours des trois premiers trimestres ; ils se sont quelque peu redressés en fin d'année.

<b>TAUX EFFECTIFS MOYENS DES CRÉDITS AUX PARTICULIERS (a)</b>					
	Crédits de trésorerie			Crédits immobiliers	
	Prêts d'un montant ≤10 000 francs	Découverts prêts permanents ventes à tempérament >10 000 francs	Prêts personnels et autres prêts >10 000 francs	À taux fixe	À taux variable
	Janvier 1994.....	17,89	14,74	12,41	9,51
Avril 1994.....	16,00	13,40	11,98	8,87	9,04
Juillet 1994.....	16,18	13,11	11,92	8,88	8,80
Octobre 1994.....	16,46	13,34	11,50	9,07	9,13
Janvier 1995.....	16,46	14,49	11,91	9,29	9,16

(a) Taux moyens en moyenne arithmétique

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC

Sur l'année, les taux des crédits de trésorerie ont enregistré des reculs variant de 25 points de base (pour les découverts, prêts permanents et ventes à tempérament d'un montant supérieur à 10 000 francs) à 143 points de base (pour les prêts d'un montant inférieur à 10 000 francs).

Pour les prêts immobiliers, les diminutions observées d'une année à l'autre ont atteint 18 points de base pour les crédits à taux variable et 22 points de base pour les crédits à taux fixe.

*Le coût du crédit aux entreprises*

Entre janvier 1994 et janvier 1995, les taux moyens des prêts aux entreprises ont diminué de 25 à 63 points de base selon les catégories.

<b>TAUX MOYENS DES CRÉDITS AUX ENTREPRISES</b>				
	Escompte	Découverts	Autres crédits à court terme	Crédits à moyen et long terme
Janvier 1994.....	8,61	8,19	7,23	8,28
Avril 1994.....	8,69	7,96	7,61	8,00
Juillet 1994.....	8,07	7,58	6,52	7,78
Octobre 1994.....	7,95	7,61	6,49	7,94
Janvier 1995.....	7,98	7,76	6,68	8,03

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC

Les baisses ont été, dans l'ensemble, plus sensibles au début de 1994. À partir de juillet 1994, les taux moyens des crédits aux entreprises ont marqué une légère hausse.

L'examen par montant de crédits accordés fait ressortir que, sur un an, la baisse a été générale.

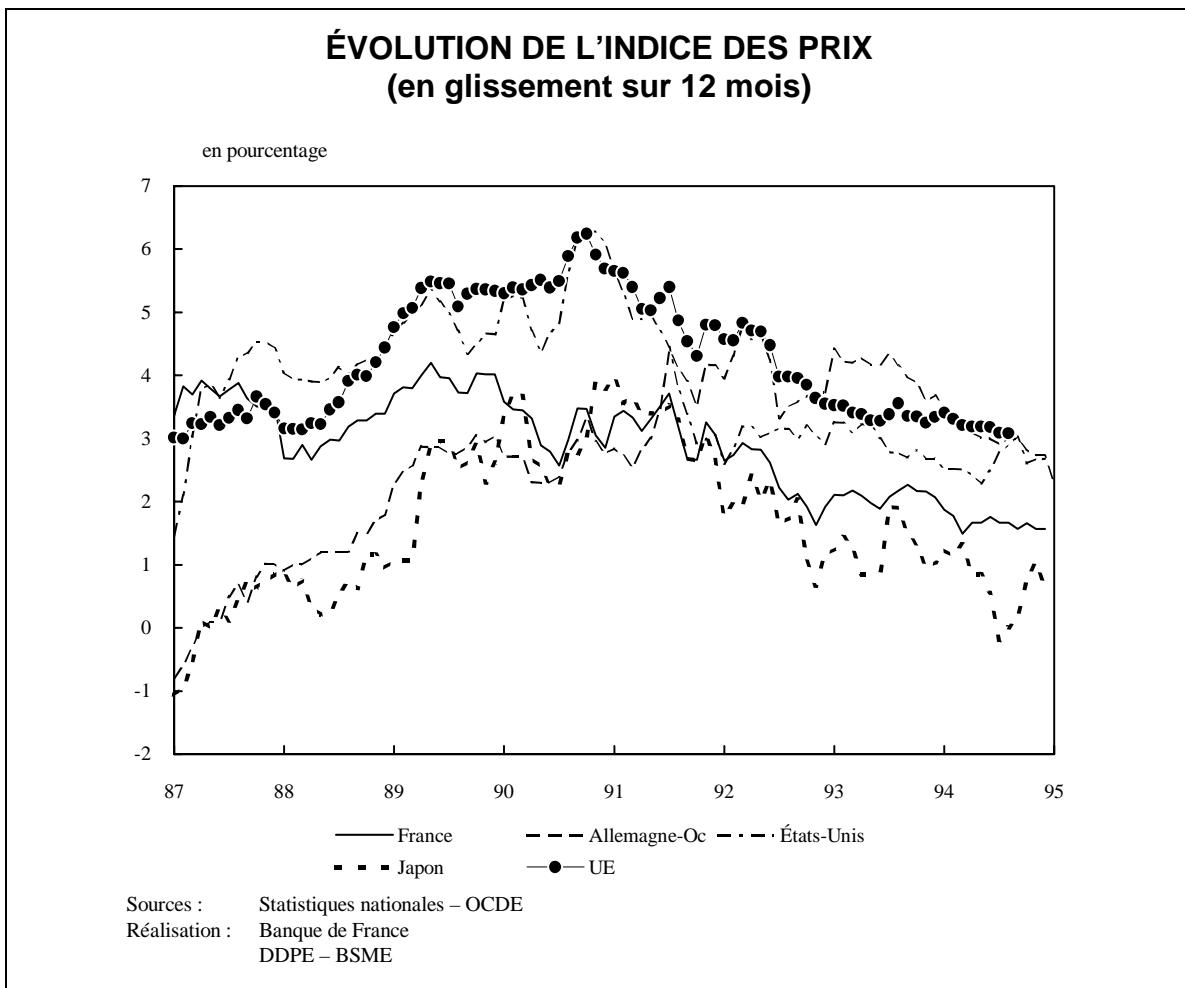
<b>LIAISON COÛT – MONTANT DU CRÉDIT</b> <b>Ensemble des banques</b>							
(taux en pourcentage)							
	Taux par tranches de montants en milliers de francs						Taux moyen
	≤ 100	> 100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 1 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
<i>Escompte</i>							
1 <sup>er</sup> trim. 1994 .....	11,21	10,65	10,14	9,64	8,79	7,59	8,61
2 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	11,23	10,53	10,35	9,65	8,56	7,74	8,69
3 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	11,08	10,19	9,64	9,06	8,16	6,93	8,07
4 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	11,09	10,30	9,93	9,23	8,08	6,92	7,95
1 <sup>er</sup> trim. 1995 .....	11,27	10,64	10,06	9,42	8,21	6,56	7,98
<i>Découvert</i>							
1 <sup>er</sup> trim. 1994 .....	12,72	11,22	10,26	9,59	8,37	7,53	8,19
2 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	12,57	11,16	10,25	9,55	8,47	7,12	7,96
3 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	12,25	10,78	9,93	8,98	7,96	6,61	7,58
4 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	12,43	10,92	9,75	8,82	7,45	6,71	7,61
1 <sup>er</sup> trim. 1995 .....	12,73	11,20	10,13	9,14	7,45	6,75	7,76
<i>Autres court terme</i>							
1 <sup>er</sup> trim. 1994 .....	9,67	10,09	9,62	8,65	7,67	7,00	7,23
2 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	9,93	10,02	9,33	8,87	7,85	7,39	7,61
3 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	9,31	9,48	8,96	8,09	6,93	6,22	6,52
4 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	9,47	9,84	9,54	8,06	6,81	6,22	6,49
1 <sup>er</sup> trim. 1995 .....	9,88	9,88	9,77	8,34	7,15	6,35	6,68
<i>Moyen et long terme</i>							
1 <sup>er</sup> trim. 1994 .....	9,12	8,83	8,64	8,27	7,71	(a)	8,28
2 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	8,66	8,40	8,27	7,89	7,72	(a)	8,00
3 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	8,53	8,23	8,29	7,87	7,32	(a)	7,78
4 <sup>e</sup> trim. 1994 .....	8,68	8,36	8,33	8,12	7,51	(a)	7,94
1 <sup>er</sup> trim. 1995 .....	8,88	8,83	8,75	8,11	7,49	(a)	8,03

(a) Non significatif

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC

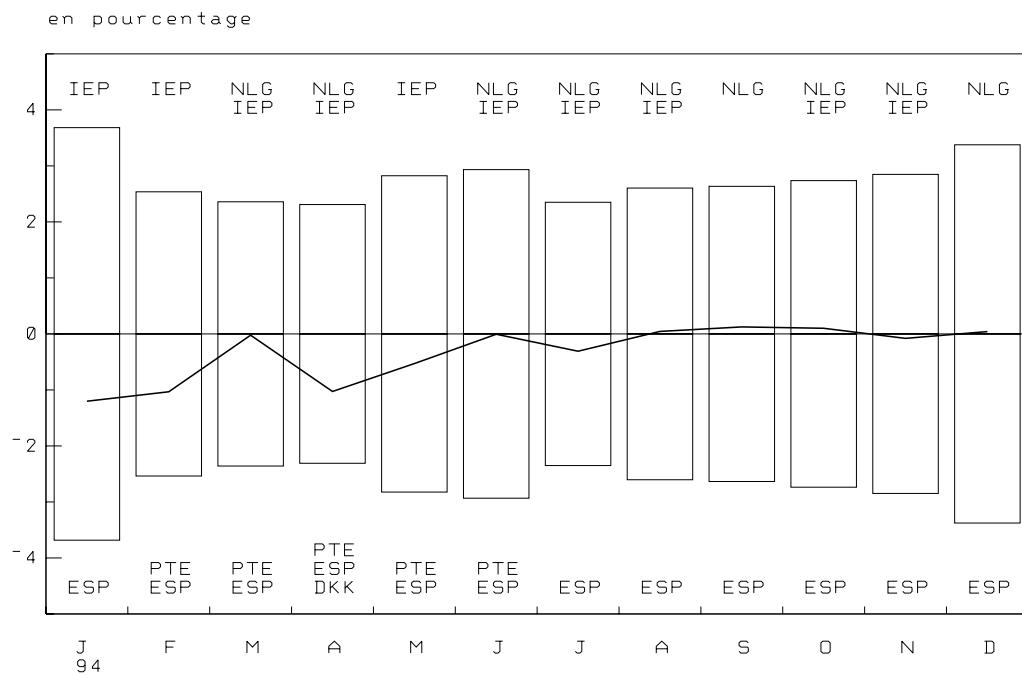
### 1.2.5. Des résultats en ligne avec les objectifs

En 1994, la reprise de l'activité s'est produite dans un contexte d'inflation maîtrisée. L'objectif final de la politique monétaire, c'est-à-dire le maintien de la stabilité des prix, a été atteint. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation n'a pas dépassé 1,6 %. Il a ainsi été inférieur de plus d'un point à la moyenne de l'Union européenne et inférieur également à la limite de 2 % que le Conseil de la politique monétaire s'était fixée le 27 janvier 1994.



L'objectif de stabilité du change a été également atteint : le franc est resté stable dans le cadre du mécanisme de change européen (MCE). Il s'est apprécié jusqu'à la mi-février et, ensuite, son cours a peu varié en dépit d'un environnement caractérisé par une appréciation du deutschemark liée à la faiblesse du dollar qui s'est accentuée en fin d'année. À l'intérieur de la bande communautaire, l'écart entre les devises qui se sont situées dans des positions extrêmes, après s'être réduit de janvier à avril, a eu de nouveau tendance à s'accentuer. L'évolution de la position relative du franc français s'est redressée au cours du premier semestre, le franc se maintenant dans une position stable 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 :

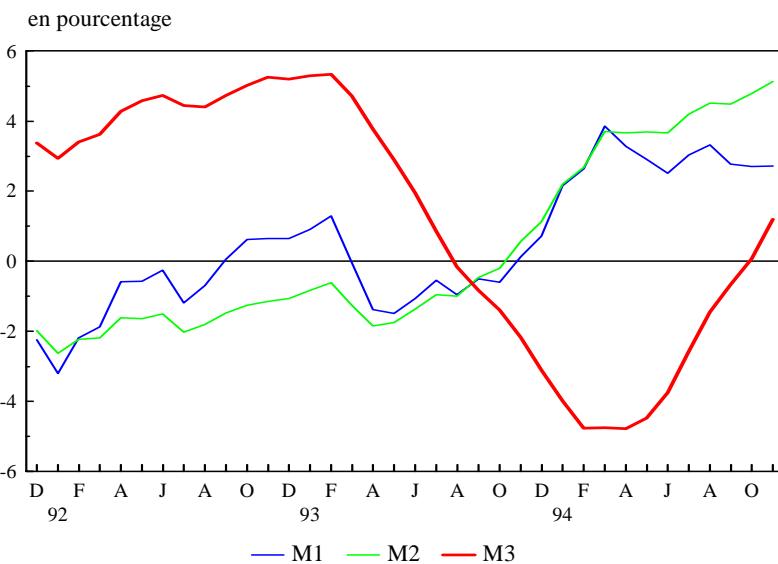
BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FRF, franc français ; IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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

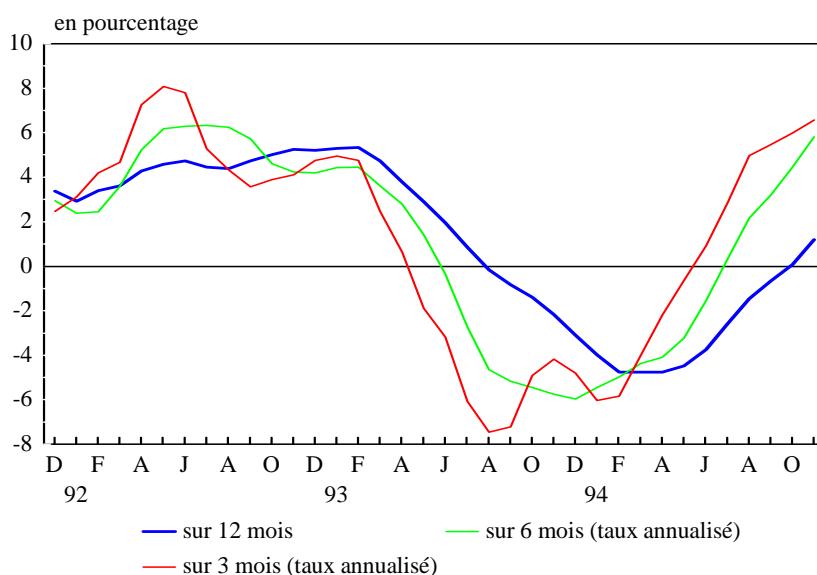
S'agissant de l'objectif intermédiaire interne, le Conseil de la politique monétaire avait annoncé que l'agrégat M3 devait s'inscrire dans une tendance de croissance à moyen terme de l'ordre de 5 %. L'évolution de M3 en 1993 avait été fortement perturbée, notamment par les changements de réglementation fiscale sur les OPCVM, les opérations de privatisation et le lancement d'un grand emprunt d'État. Ces décisions avaient momentanément modifié sensiblement le comportement de placement des agents économiques, en les incitant à procéder à des transferts de leurs placements liquides vers des produits d'épargne à plus long terme, recensés non dans les agrégats monétaires mais dans les agrégats de placement.

**M1, M2, M3**  
**Glissement sur douze mois**  
**de la moyenne trimestrielle centrée**



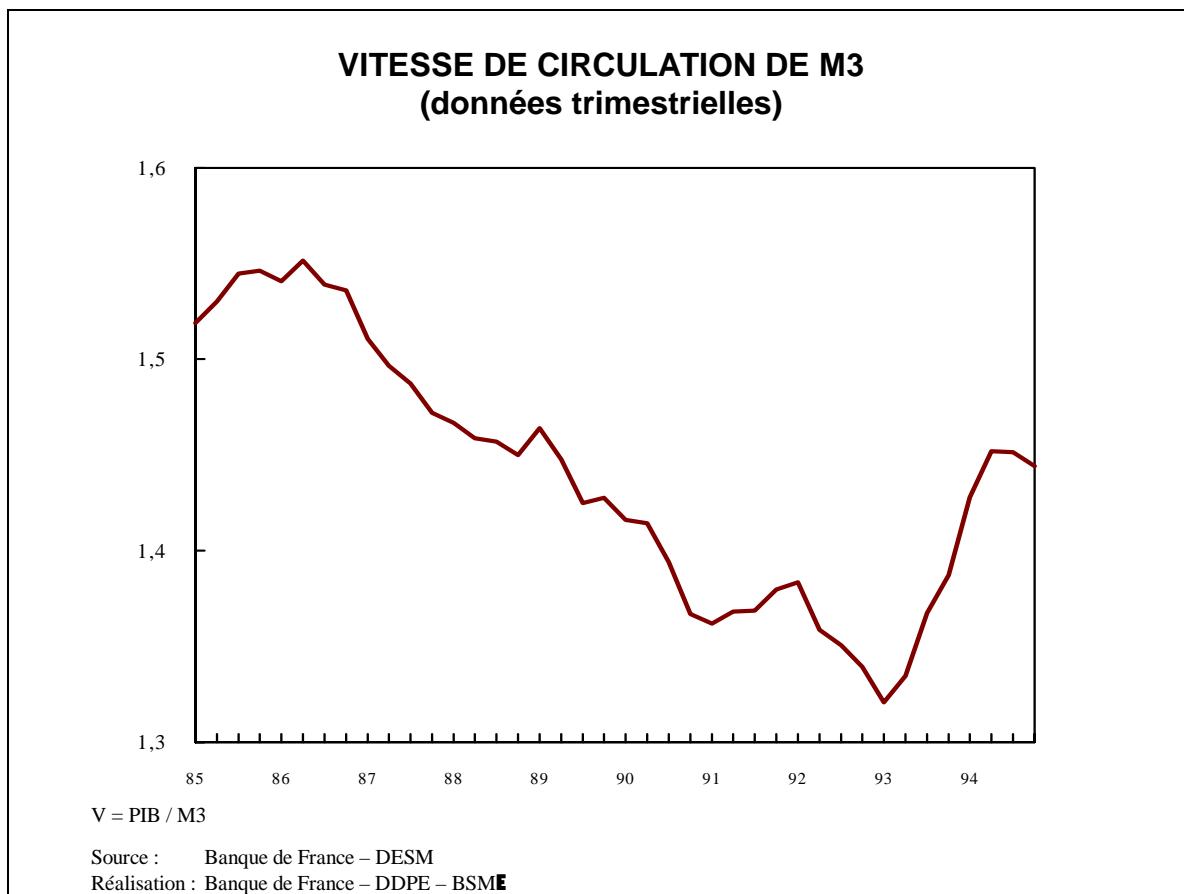
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM

**VARIATION DE LA MOYENNE TRIMESTRIELLE DE M3**



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM

L'évolution de M3 a continué d'être orientée à la baisse au cours des premiers mois de 1994. Toutefois, depuis le milieu de l'année, elle s'est très sensiblement raffermie et s'inscrit désormais sur une tendance ascendante. Négatif de 4,0 % en janvier et encore de 4,8 % en avril, le glissement annuel de M3 entre moyennes trimestrielles centrées sur novembre a finalement été positif, s'établissant à 1,1 %. Sur les six derniers mois de 1994, la progression de M3 ressortait, en rythme annuel, à 5,5 %. La reprise de la croissance de cet agrégat s'explique notamment par un certain retour des placements vers des formes liquides comprises dans M3, après les arbitrages en faveur des placements obligataires qui avaient marqué l'année 1993. Pour leur part, M1 et M2 appréciés en moyennes trimestrielles centrées ont progressé, respectivement de 3,0 % et 5,3 % en 1994.



La vitesse-revenu de M3 est restée marquée au cours du premier semestre par la tendance à la hausse observée depuis 1993, sous l'effet cette fois de la reprise économique et de la remontée du coût d'opportunité de M3 liée à la hausse des taux d'intérêt à long terme. La vitesse s'est ensuite ralentie au second semestre de 1994. De fait, la vitesse-revenu se situait à un niveau déjà historiquement élevé par rapport à sa tendance à la baisse de moyenne période. Cette évolution reflète pour l'essentiel le phénomène de diffusion des OPCVM à partir du milieu des années quatre-vingt et les effets sur la répartition des placements financiers de l'inversion de la courbe des taux de 1989 à 1993.

La part du crédit dans l'ensemble des concours à l'économie étant devenue moins prédominante, la Banque de France a souhaité, en 1991, se doter d'un indicateur global de financement représentant l'intégralité de l'endettement contracté par les agents non financiers : l'endettement intérieur total (EIT). En 1994, le Conseil de la politique monétaire a souligné l'importance du suivi de cet indicateur. À la différence d'agrégats de financement plus étroits, plus sensibles par définition aux phénomènes de substitution entre crédits et émission de titres (et au sein de ces derniers entre titres du marché monétaire et titres du marché obligataire), l'EIT est moins exposé à des variations parfois brutales du rythme de distribution du crédit. Il permet donc un diagnostic plus satisfaisant dès lors qu'il s'agit de s'assurer que les moyens de financement mis à la disposition de l'économie ne sont ni excessifs ni insuffisants. Par ailleurs, les « contreparties » de l'endettement intérieur total, c'est-à-dire les placements qui constituent les ressources des intermédiaires et des marchés impliqués dans la fourniture des financements inclus dans l'EIT, permettent d'analyser le rôle respectif joué dans le financement de l'économie par les différents types d'actifs, monétaires et non monétaires, venant des résidents ou des non-résidents. L'examen des composantes et des contreparties de l'EIT permet une analyse des choix de portefeuille, complémentaire de celle de la demande de monnaie.

En 1994, la progression de l'endettement intérieur total a été légèrement plus soutenue qu'en 1993, s'établissant à 3,6 %, contre 3,1 %.

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES</b>						
<i>(encours en milliards de francs et part dans la progression annuelle)</i>						
	Décembre 1992		Décembre 1993		Décembre 1994 (a)	
	Encours	En points d'EIT	Encours	En points d'EIT	Encours	En points d'EIT
	<b>9 419,3</b>	<b>6,0</b>	<b>9 682,9</b>	<b>3,1</b>	<b>10 031,9</b>	<b>3,6</b>
EIT (b) .....						
Crédits (b) .....	6 565,8	2,6	6 511,8	-0,2	6 419,7	-0,9
Financements non négociables de l'État (c) .....	235,5	-0,6	177,7	-0,6	250,2	0,7
Financements sur les marchés internes .....	2 393,2	3,7	2 759,6	3,9	3 116,5	3,7
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	886,3	2,0	922,6	0,4	1 051,0	1,3
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	1 506,9	1,7	1 837,0	3,5	2 065,9	2,4
Crédits et obligations internationaux .....	224,8	0,3	233,8	0,1	245,5	0,1
M3 .....	5 312,3	2,8	5 157,2	-1,6	5 277,5	1,2
M4 – M3 .....	55,6	0,1	48,7	-0,1	68,3	0,2
Éléments de P1 .....	758,3	1,3	938,8	1,9	1 064,5	0,2
Placements en obligations et titres d'OPCVM « obligations » .....	1 620,4	1,2	2 075,3	4,8	2 047,2	-0,3
Concours nets des non-résidents .....	737,6	0,5	355,0	-4,1	438,9	0,9
<i>Aux établissements de crédit</i> .....	44,8	-1,7	-375,0	-4,5	-201,0	1,8
<i>Aux agents non financiers (État inclus)</i> .....	692,8	2,1	730,0	0,4	639,9	-0,9
Autres (b) .....	935,1	0,1	1 107,9	2,2	1 135,4	0,3
<b>CONTREPARTIES DE L'EIT (b) .....</b>	<b>9 419,3</b>	<b>6,0</b>	<b>9 682,9</b>	<b>3,1</b>	<b>10 031,9</b>	<b>3,6</b>

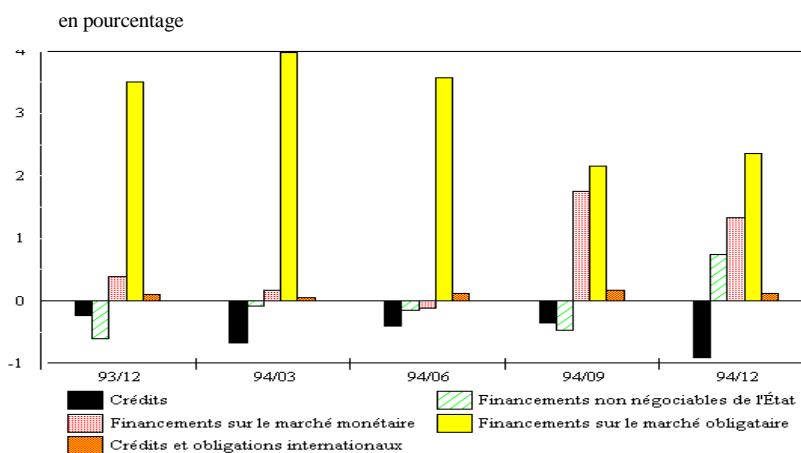
(a) Données estimées  
 (b) Les calculs tiennent compte des opérations de défaisance.  
 (c) Les financements non négociables de l'État comprennent principalement les dépôts des correspondants du Trésor et des particuliers auprès du Trésor public desquels sont soustraits les avoirs en compte courant 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.

Source et réalisation : Banque de France  
 DESM – SASM

Le rythme de progression de l'EIT semble désormais marquer un palier. Dans la première moitié de la décennie quatre-vingt, dans un contexte d'économie d'endettement, ce rythme était resté soutenu, le plus souvent compris entre 12 % et 17 % par an. Il s'est ensuite ralenti progressivement, revenant à un peu plus de 8 % l'an au début de 1987. La conjonction d'une certaine « financiarisation » de l'économie et de la levée de l'encadrement du crédit a entraîné, après 1987, une recrudescence de l'endettement des agents non financiers résidents, souvent à un rythme supérieur à celui du PIB en valeur. Sur la période 1988-1990, l'encours de l'EIT a ainsi progressé à un rythme annuel de 11 % à 12 %. L'apurement des excès passés et le redressement des situations financières sont les principales causes du ralentissement, depuis 1991, de cette progression (6,3 % en 1991, 6,0 % en 1992 et 3,1 % en 1993). Toutefois, en 1991 et 1992, l'accroissement contracyclique de l'endettement de l'État a partiellement compensé la restructuration des bilans des ménages et des sociétés, ces dernières connaissant de plus un redressement important de leur autofinancement.

### ÉVOLUTION DE L'EIT SELON LA NATURE DES FINANCEMENTS

#### Part dans la progression annuelle

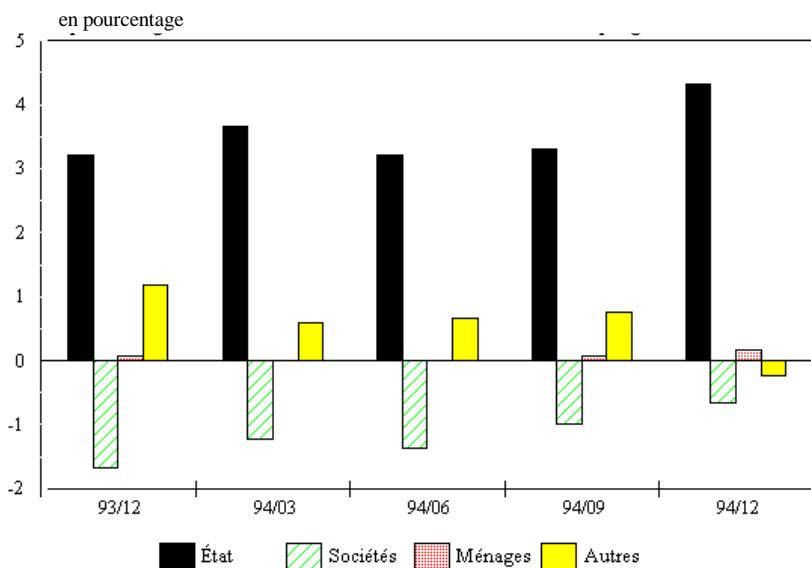


Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM

L'analyse de l'évolution des composantes de l'EIT confirme que, en 1994 comme en 1993, les financements levés sur les marchés monétaire et obligataire ont constitué l'essentiel des apports nets dont ont bénéficié les agents non financiers résidents. Toutefois, au sein de ces financements de marché, la part du marché monétaire, presque égale à celle du marché obligataire, a été sensiblement plus importante que l'année précédente.

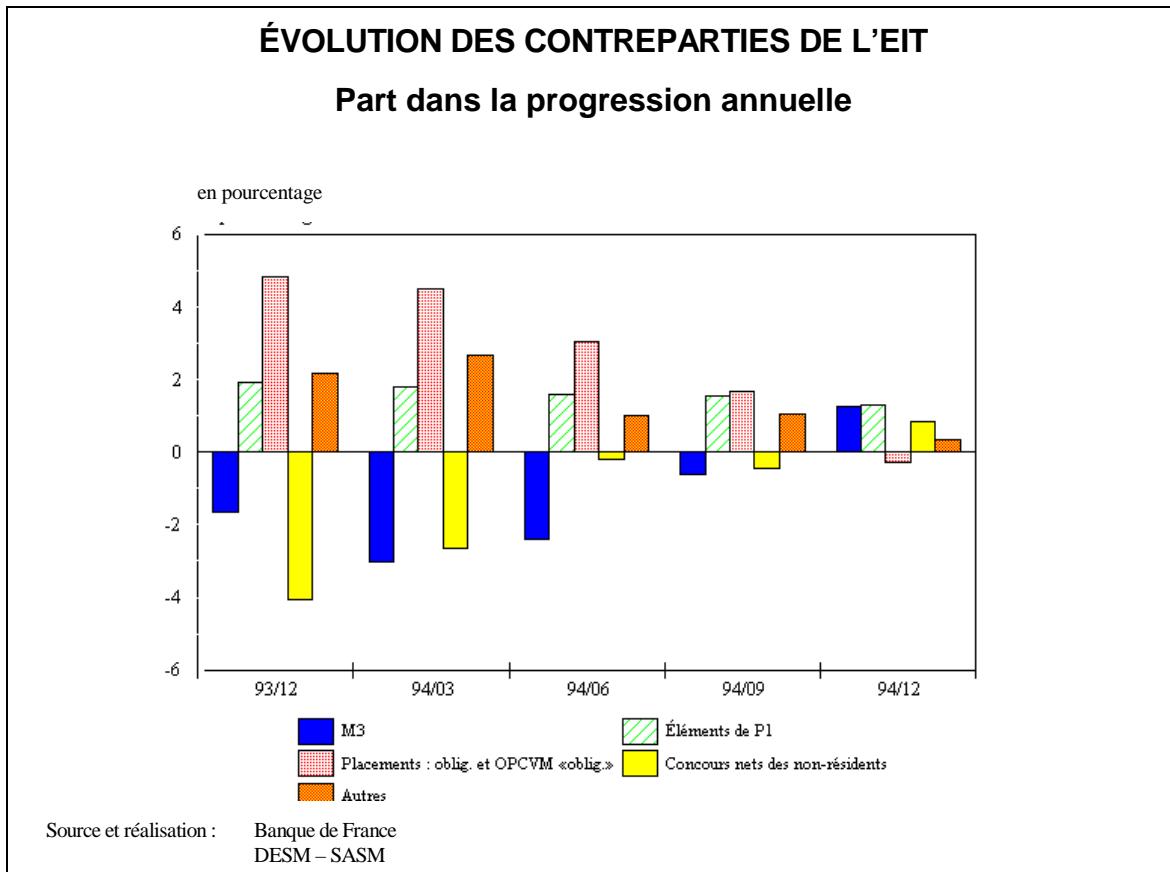
## ÉVOLUTION DE L'EIT PAR AGENT

### Part dans la progression annuelle



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM

En 1994, la croissance de l'endettement de l'État s'est poursuivie, constituant une fois encore le comportement le plus expansif de la demande de financement. En 1993, le désendettement des sociétés avait exercé une influence fortement restrictive sur la croissance de l'EIT. Au cours de l'année sous-revue, la reprise de l'activité aidant, cette influence a eu tendance à s'estomper en fin de période. La contribution des ménages, qui est demeurée positive, s'est légèrement redressée en fin d'année.



Au sein des contreparties de l'EIT, la contribution des placements inclus dans M3, négative en 1993, est redevenue positive en 1994, celle des placements de type obligataire régressant. La contribution de l'épargne contractuelle (P1) est restée soutenue, tandis que celle des concours nets obtenus auprès des non-résidents n'a cessé de se redresser.

### 1.3. La politique monétaire pour 1995

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

Afin d'atteindre cet objectif final, la Banque de France se réfère, comme l'année précédente, à *deux objectifs intermédiaires*, l'un externe, l'autre interne :

– un *objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie* : la stabilité du franc continuera d'être assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

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

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

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

Comme en 1994, ce dispositif intègre les incertitudes sur le profil d'évolution à court terme de M3, notamment les délais nécessaires à un retour à une tendance régulière de sa vitesse-revenu.

Présentant le 15 décembre 1994 les objectifs monétaires arrêtés pour 1995 par le Conseil de la politique monétaire, le gouverneur de la Banque de France a délivré quatre messages, adressés aux Pouvoirs publics pour la politique budgétaire et les actions structurelles, ainsi qu'aux salariés et aux entreprises :

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

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

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

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

## 2. Les actifs financiers et le financement de l'économie

### 2.1. Les actifs financiers

Le tableau des financements et des placements (TFP) présente le compte financier agrégé des agents économiques non financiers (ménages, sociétés non financières, administrations publiques et privées). En termes de flux, il fait apparaître pour l'année 1994 une progression du total des placements — le repli de la collecte nette des placements longs étant largement compensé par la reprise de la formation d'actifs monétaires — et un accroissement modéré des financements, qui restent marqués par la prépondérance des émissions de titres par rapport au crédit.

Du côté des financements, le taux de progression de l'endettement intérieur total s'est redressé, passant de 3,1 % en 1993 à 3,6 % en 1994.

La baisse graduelle des taux courts pendant l'année 1994 a incité les emprunteurs à accroître leurs émissions sur le marché monétaire. L'encours des bons du Trésor a ainsi progressé de 16,8 % en 1994, contre 7,7 % l'année précédente.

En revanche, dans un contexte défavorable aux obligations, marqué par la remontée des taux longs, l'offre s'est raréfiée tant sur le marché domestique (402,5 milliards de francs d'émissions brutes, après 526,6 milliards en 1993) que sur le marché de l'eurofranc (140,4 milliards de francs, contre 207,9 milliards en 1993). L'État reste le plus gros emprunteur et représente désormais près de 92 % des émissions nettes sur le marché domestique.

Enfin, la persistance d'une forte capacité d'autofinancement des sociétés a largement pesé sur la demande de crédit bancaire et la reprise de l'investissement en fin d'année ne s'est pas accompagnée d'un surcroît d'endettement.

En ce qui concerne les placements, la collecte nette sur les produits longs est revenue de 838 milliards de francs en 1993 à 724 milliards en 1994. En revanche, les actifs monétaires, qui avaient subi 159 milliards de francs de dégagements en 1993, ont été reconstitués en 1994 (+ 167 milliards). La décollecte des OPCVM monétaires s'est fortement ralentie et la reprise des comptes sur livrets et des dépôts à terme s'est amplifiée. Ces derniers ont bénéficié de mesures fiscales favorables : relèvement du plafond du Codevi, extension de l'abattement fiscal et anticipation de la baisse du prélèvement libératoire sur les intérêts des dépôts à terme. Par ailleurs, les comptes sur livrets, dont la rémunération réglementée n'a pas varié, sont devenus plus attractifs dans un contexte de baisse des taux courts.

Les placements en actifs longs ont cependant représenté près de 81 % du total général des flux de placements des agents non financiers de l'année 1994. Le mouvement en faveur de l'épargne longue s'est donc poursuivi, de manière toutefois différenciée.

Les flux de placements en produits d'épargne contractuelle regroupés dans P1 ont fléchi, passant de près de 217 milliards de francs en 1993 à 152 milliards en 1994. Si les plans d'épargne-logement ont bien résisté, en dépit de la baisse de 6,0 % à 5,25 % de leur rémunération, l'encours des plans d'épargne populaire n'a progressé que de 15,5 % en glissement, contre près de 33,9 % l'année précédente.

De même, les flux de placements de nature obligataire constituant l'agrégat P2, se sont contractés d'une année à l'autre, passant de près de 530 milliards de francs en 1993 à 310 milliards en 1994.

L'engouement des épargnants pour les produits d'assurance-vie ne s'est pas démenti et les flux nets de placements auprès des sociétés d'assurance ont atteint près de 313 milliards de francs sur l'année, contre 264 milliards en 1993.

Cependant, la mauvaise tenue du marché obligataire — les cours des obligations à taux fixe ont baissé en moyenne de près de 15 % en 1994 — a exercé un effet négatif sur les flux nets de placements en obligations, qui se sont élevés à moins de 55 milliards de francs en 1994, contre près de 80 milliards en 1993, année marquée, il est vrai, par l'émission du grand emprunt d'État. Par ailleurs, les rachats d'OPCVM « obligations » ont dépassé les souscriptions.

Toutefois, une légère reprise des placements obligataires semble s'être amorcée au dernier trimestre, coïncidant avec le lancement réussi des OAT « Alphandéry ».

Les flux de placement de type « actions » composant l'agrégat P3 se sont intensifiés.

En dépit de l'évolution défavorable de la Bourse en 1994 (−17 % pour l'indice SBF 50), les achats d'actions « en direct » se sont accrus (passant de moins de 110 milliards de francs en 1993 à 160 milliards), en particulier au cours du troisième trimestre qui a connu un sursaut temporaire des cours.

De même, la collecte observée sur les OPCVM « actions » et les OPCVM « diversifiés » s'est poursuivie à un rythme soutenu.

Enfin, les rachats de parts de fonds communs de placement d'entreprise sont restés limités, malgré l'extension, en cours d'année, de la faculté de déblocage anticipé pour le financement de travaux immobiliers et l'acquisition d'automobiles.

**TABLEAU DES FINANCEMENTS DE L'ÉCONOMIE  
ET DES PLACEMENTS FINANCIERS**  
**En flux (a)**

*(en milliards de francs)*

Placements des agents non financiers résidents (b)	1993	1994	Financements reçus par les agents non financiers résidents	1993	1994
M1 .....	23,0	49,4	Obligations (marché intérieur) .....	330,1	228,9
M2 – M1 .....	25,0	103,1	Obligations (marchés internationaux) .....	0,8	- 4,6
M3 – M2 .....	- 203,1	- 32,1	Titres du marché monétaire .....	36,3	128,0
M4 – M3 .....	- 6,9	19,6	Crédits auprès des agents résidents .....	- 111,8	- 19,6
Avoirs à court terme des résidents à l'étranger .....	2,9	27,3	Crédits auprès des agents non résidents .....	8,2	16,3
<b>Total des actifs monétaires .....</b>	<b>- 159,1</b>	<b>167,3</b>	<b>Endettement intérieur total .....</b>	<b>263,6</b>	<b>349,0</b>
P1 .....	216,8	152,3	<b>Actions .....</b>	<b>216,1</b>	<b>272,8</b>
P2 .....	529,6	309,7	<b>Total général des flux de financements .....</b>	<b>479,7</b>	<b>621,8</b>
P3 .....	91,3	261,7	<b>Différence entre les flux de placements et les flux de financements .....</b>	<b>198,9</b>	<b>269,2</b>
<b>Total des flux de placements à moyen et long terme .....</b>	<b>837,7</b>	<b>723,7</b>			
<b>Total général des flux de placements .....</b>	<b>678,6</b>	<b>891,0</b>			

(a) Les différences entre flux et variations d'encours tiennent aux effets de valorisation résultant de l'évolution des prix de marché (cours de bourse et/ou taux de change). Les éléments de flux relatifs aux « emplois divers nets » et au poste de passage entre les statistiques monétaires et les statistiques de comptabilité nationale financière ne sont pas repris dans le présent tableau.

(b) Données brutes annuelles, chiffres estimés pour 1994, sauf agrégats M

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SESOF

### 2.1.1. Les agrégats de monnaie

L'année 1993 avait été marquée par d'importants transferts d'actifs en faveur de placements financiers non monétaires qui s'étaient traduits par une évolution négative de M3, les agrégats M1 et M2 n'enregistrant, quant à eux, qu'une très faible progression. En 1994, la tendance s'est inversée. Le retour à des taux de croissance plus soutenus des agrégats étroits M1 et M2, amorcé dès la seconde partie de 1993, s'est confirmé et M3 a retrouvé, à son tour, à partir du deuxième trimestre, une tendance nettement ascendante.

## ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS DE MONNAIE

(en données brutes – taux de croissance annuel en pourcentage)

	1992		1993		1994 (c)	
	En glissement (a)	En moyenne trimestrielle (b)	En glissement (a)	En moyenne trimestrielle (b)	En glissement (a)	En moyenne trimestrielle (b)
M1 .....	-0,2	0,6	1,4	0,2	3,0	3,0
M2 .....	-1,3	-1,2	1,7	0,6	5,3	5,3
M3 .....	4,9	5,3	-2,9	-2,2	2,3	1,1
M4 .....	5,0	5,2	-3,0	-2,2	2,7	1,4

(a) De décembre à décembre

(b) Moyenne d'octobre, novembre, décembre de l'année sur la moyenne d'octobre, novembre, décembre de l'année précédente

(c) Chiffres provisoires

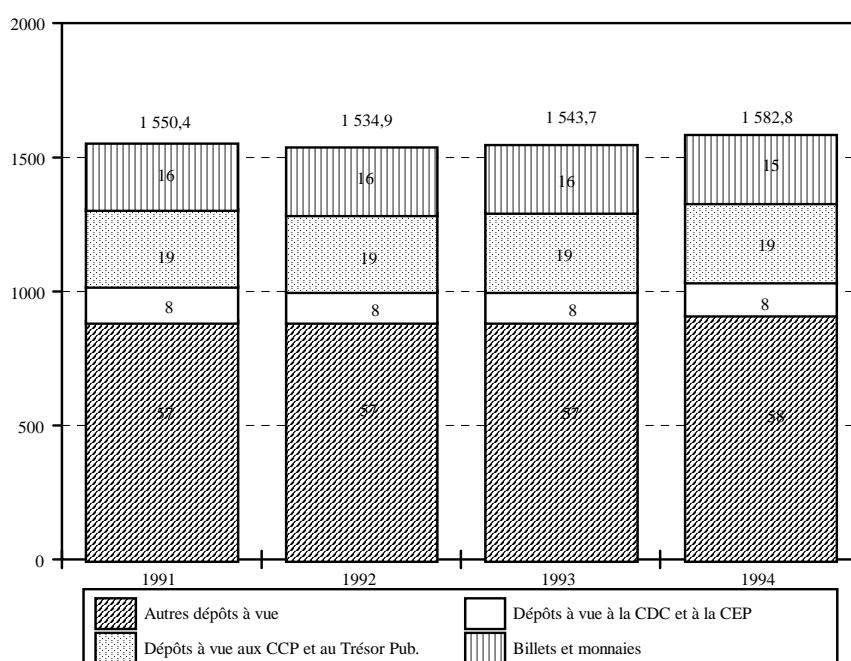
Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 31 mai 1995

L'accélération du développement des agrégats étroits a résulté pour partie de la baisse des taux à court terme, qui a diminué le coût d'opportunité de la détention d'actifs non rémunérés ou rémunérés à des taux réglementés. La reprise de l'activité économique a, en outre, entraîné une reconstitution des encaisses de transaction qui s'est traduite par une forte progression, particulièrement en début d'année, de l'agrégat M1, qui ne comprend que les moyens de paiement *stricto sensu* (billets, monnaies et dépôts à vue). À fin 1994, M1 présentait une croissance annuelle de 3,0 % entre moyennes trimestrielles centrées, après + 0,2 % un an auparavant.

## STRUCTURE DE M1

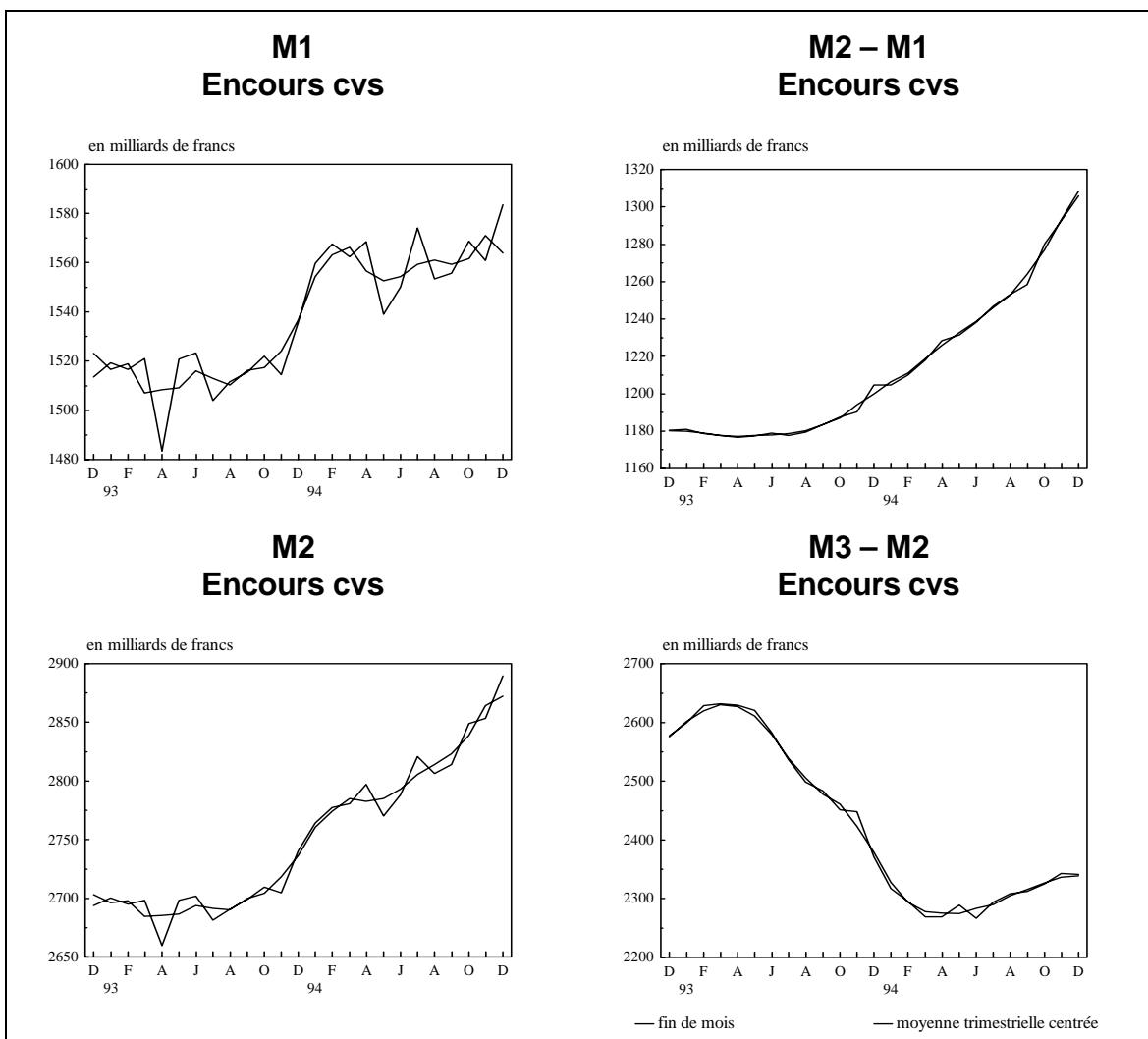


Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

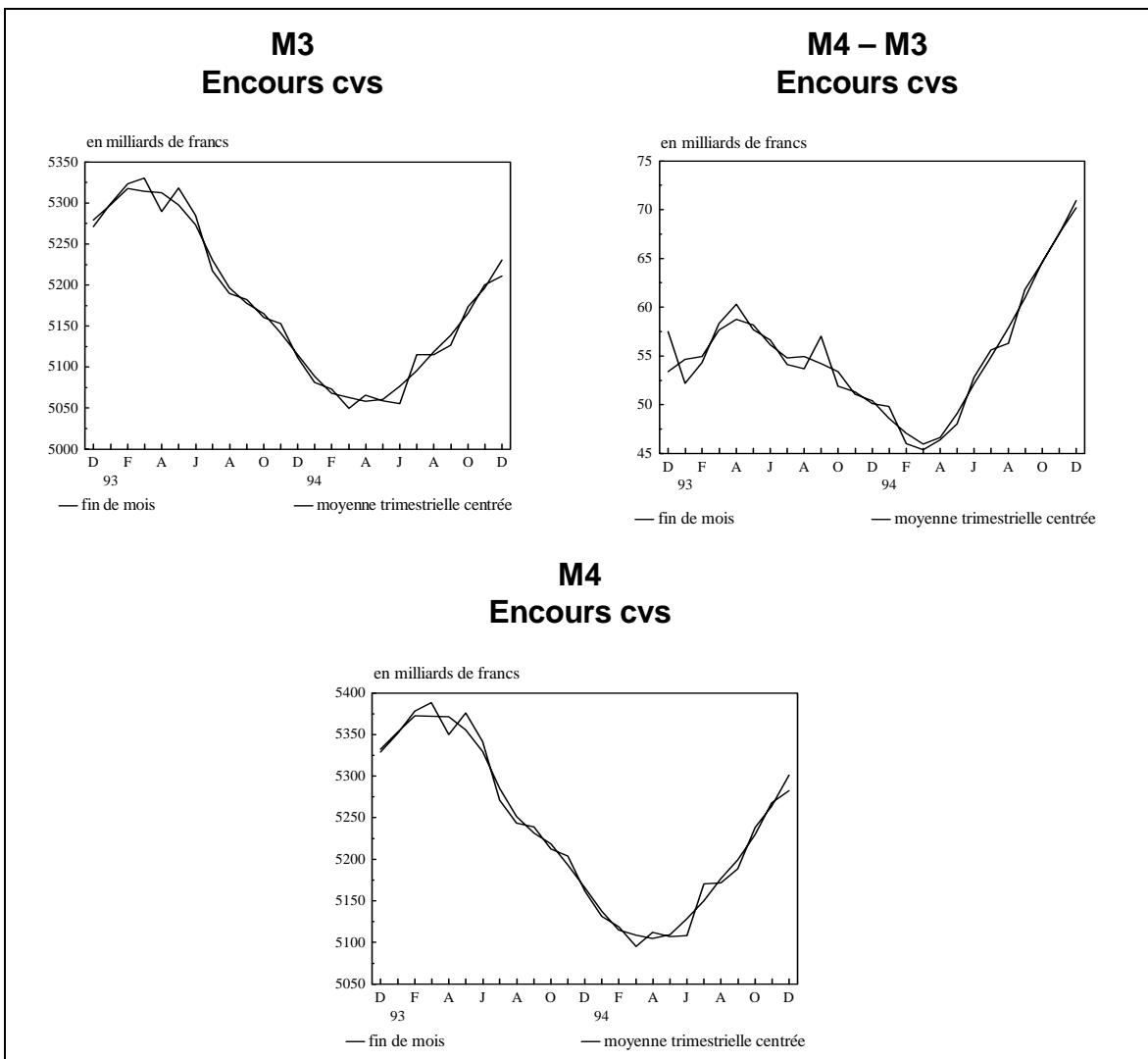
Les placements à vue sur livrets qui constituent M2 – M1 ont enregistré une nette reprise à partir du milieu de 1993. Cette reprise a été favorisée par le maintien des conditions antérieures de taux pour la quasi-totalité<sup>1</sup> de ces actifs, alors même que les taux de marché se sont repliés.

En particulier, la baisse de 1,0 % de l'encours des livrets A et bleus observée en 1993 a laissé place à une progression de 5,2 % en 1994. La croissance annuelle des avoirs déposés sur des livrets Codevi, dont le plafond a été relevé de 20 000 francs à 30 000 francs par détenteur au 1<sup>er</sup> octobre 1994, a atteint 36,9 % en rythme annuel en 1994, après 17,7 % en 1993.

La progression annuelle des avoirs inclus dans M2 – M1 est ainsi passée, d'une année à l'autre, de 1,1 % à 8,2 %, ce qui porte la progression de l'ensemble de l'agréagat M2 à 5,3 % en 1994, après 0,6 % en 1993.



<sup>1</sup> Seul le taux de rémunération des avoirs placés en compte d'épargne-logement a été ramené de 2,75 % à 2,25 % le 16 février 1994.



L'encours des placements monétaires rémunérés à taux de marché, qui constituent M3 – M2, s'était sensiblement contracté en 1993 et au début de 1994. Ceci était dû à des événements exceptionnels, tels que le lancement du grand emprunt d'État, les opérations de privatisation et les mesures fiscales réduisant les avantages procurés par la détention d'OPCVM de capitalisation, et aussi à la modification de la structure des taux d'intérêt — les taux à court terme devenant inférieurs aux taux à long terme —, ce qui a entraîné des transferts d'actifs liquides vers différentes formes d'épargne stable, non recensées dans les agrégats de monnaie. Toutefois, au cours du second semestre de 1994, M3 – M2 a retrouvé une tendance ascendante. De ce fait, son repli sur l'année (– 3,7 %) est moindre que celui observé en 1993 (– 5,1 %).

Au sein de cet agrégat, la contraction des placements à terme, qui atteignait 7,3 % en 1993, est revenue à 2,5 % en 1994, sous l'effet de la croissance des dépôts à terme (2,7 %, après – 2,0 % en 1993). De même, la contraction du portefeuille de titres de créances négociables détenu par les agents non financiers (– 9,6 % en 1993) s'est également interrompue, l'encours détenu par le public progressant de 2,5 % sur l'ensemble de l'année. Enfin, le repli rapide des OPCVM monétaires intervenu au second semestre de 1993 a pris fin dès le mois d'avril 1994. Néanmoins, le portefeuille

d'OPCVM monétaires des agents non financiers s'est contracté de 7,2 % en 1994, après un repli de 4,9 % en 1993.

Au total, l'agrégat de référence M3 a retrouvé une évolution annuelle positive : alors qu'entre moyennes trimestrielles centrées il s'était replié de 2,2 % en 1993, il a enregistré une croissance de 1,1 % en 1994.

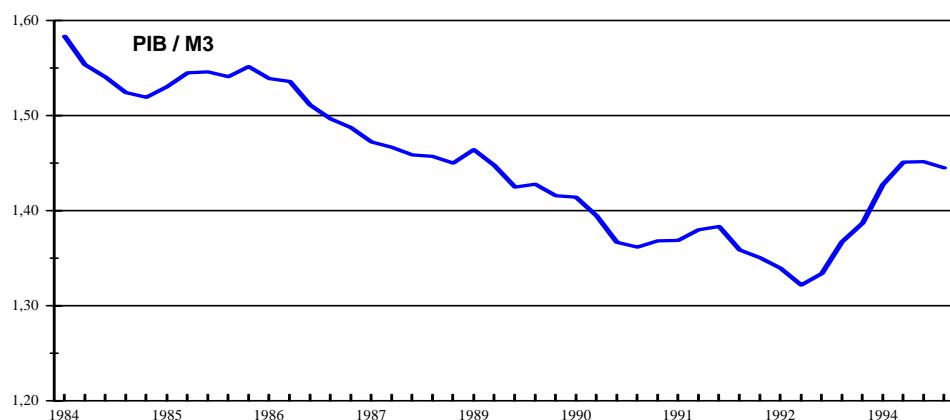
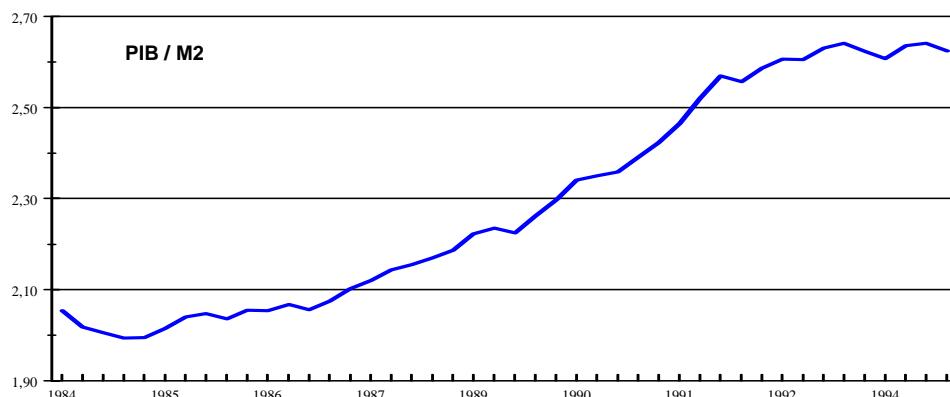
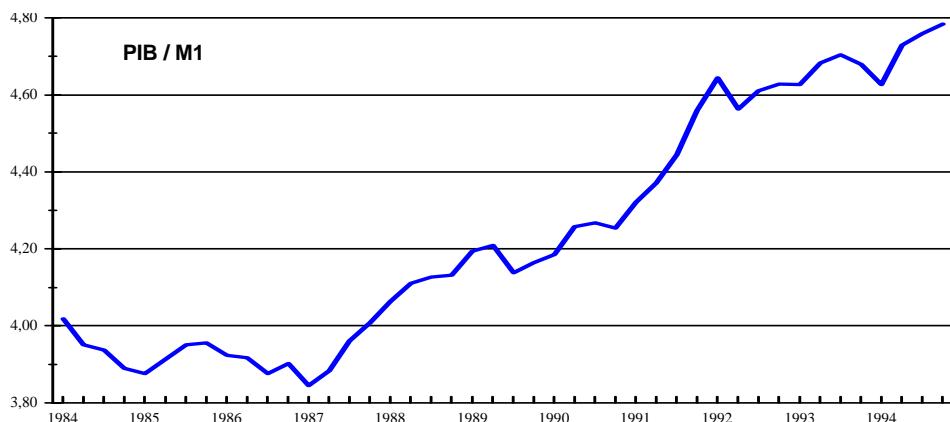
Enfin, s'agissant des titres de créances négociables émis par les agents non financiers, on a observé, en 1994, une forte progression des titres souscrits par le public recensés dans l'agrégat M4 – M3. Dès lors, M4, qui avait régressé de 2,2 % en 1993, a enregistré une croissance de 1,4 % en 1994.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES ET LEURS COMPOSANTES					
(en données brutes fin de mois – glissement sur douze mois en moyennes trimestrielles centrées)					
	Décembre 1992		Décembre 1993		Décembre 1994
	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs
<b>M1</b>					
Billets et monnaies.....	251,7	0,9	249,4	-0,5	252,4
Dépôts à vue.....	1 351,6	0,9	1 376,9	0,3	1 423,3
– Sociétés .....	352,8		381,7		412,9
– Ménages .....	743,7		742,2		751,9
– Autres .....	255,1		253,0		258,5
<b>TOTAL M1.....</b>	<b>1 603,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1 626,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1 675,7</b>
<b>M2 – M1 .....</b>	<b>1 203,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>1 228,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1 331,7</b>
Livrets A.....	648,5	-4,1	646,4	-0,9	685,5
Livrets A-HLM .....	9,1		8,2		0
Livrets bleus .....	83,1	-4,2	82,8	-1,3	88,5
Comptes d'épargne-logement .....	123,4	1,2	133,1	6,7	136,9
Codevi .....	91,9	2,4	110,4	17,7	155,5
Livrets d'épargne populaire.....	77,1	1,7	79,4	2,0	89,2
Livrets soumis à l'impôt .....	170,3	-8,1	168,4	-3,3	176,2
<b>TOTAL M2.....</b>	<b>2 806,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>2 855,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3 007,4</b>
<b>M3 – M2 .....</b>	<b>2 505,3</b>	<b>13,2</b>	<b>2 302,2</b>	<b>-5,1</b>	<b>2 270,1</b>
Dépôts et TCN en devises .....	63,0	9,7	77,0	25,1	85,3
Placements à terme .....	648,9	-0,4	597,0	-7,3	596,2
– Dépôts à terme.....	383,0	7,9	370,9	-2,0	391,5
– Bons de caisse et d'épargne.....	265,9	-10,1	226,2	-14,8	204,7
Titres de créances négociables (a).....	392,0	26,8	344,3	-9,6	362,8
– Certificats de dépôt et BMTN .....	368,5	24,5	328,3	-8,9	346,1
– BISF et BMTN .....	23,5	85,2	16,1	-22,5	16,8
Titres d'OPCVM monétaires.....	1 384,7	16,7	1 256,0	-4,9	1 194,9
Parts de fonds communs de créances .....	16,8		27,9		30,8
<b>TOTAL M3.....</b>	<b>5 312,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5 157,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>5 277,5</b>
<b>M4 – M3 .....</b>	<b>55,6</b>	<b>1,0</b>	<b>48,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>68,3</b>
Titres de créances négociables (a).....	55,6	1,6	48,7	-2,3	68,3
– Bons du Trésor .....	36,3	9,1	26,2	-16,2	44,8
– Billets de trésorerie et BMTN .....	19,3	-11,3	22,5	19,9	23,5
<b>TOTAL M4.....</b>	<b>5 367,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5 205,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>5 345,8</b>
(a) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2 s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés) ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29			Mise à jour le 16 mai 1995		

*La vitesse de circulation de la monnaie*

**ÉVOLUTION DES VITESSES DE CIRCULATION – REVENU**  
**Rapport du PIB total sur l'agrégat en données trimestrielles**

en pourcentage



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

La vitesse de circulation de la monnaie peut être mesurée en utilisant deux types d'indicateurs : d'une part, les vitesses-revenu<sup>1</sup> qui permettent d'avoir une vue d'ensemble des variations dans le temps de la vitesse de circulation de la monnaie ; d'autre part, les coefficients de rotation<sup>2</sup> des différents placements bancaires, qui sont des indices spécialisés par type de dépôt.

La tendance à l'accélération de la vitesse-revenu de M1 observée depuis plusieurs années s'est encore vérifiée en 1994. En revanche, la forte progression des placements à taux réglementés recensés dans M2 a contribué au ralentissement de la vitesse de circulation de cet agrégat, en particulier au cours des derniers mois de l'année.

Après avoir poursuivi tout au long du premier semestre la tendance de 1993 — une progression rapide et régulière —, la vitesse de circulation de M3 s'est ensuite infléchie à la baisse au fur et à mesure que cet agrégat renouait avec la croissance.

**INDICATEUR DE LA DURÉE MOYENNE DE ROTATION  
PENDANT L'ANNÉE DES DÉPÔTS DANS LES BANQUES**

	1990	1991	1992	1993	1994
Dépôts à vue des sociétés non financières.....	2 jours	2 jours	2 jours	2 jours	2 jours
Dépôts à vue des entrepreneurs individuels.....	13 jours	13 jours	13 jours	12 jours	11 jours
Dépôts à vue des particuliers .....	25 jours	27 jours	26 jours	24 jours	25 jours
Comptes sur livrets.....	8 mois et 2 semaines	9 mois et 3 semaines	10 mois et 1 semaine	11 mois	12 mois et 1 semaine
Comptes d'épargne-logement.....	11 mois	11 mois	11 mois	11 mois et 1 semaine	11 mois et 2 semaines
Plans d'épargne-logement .....	40 mois	42 mois et 3 semaines	42 mois et 3 semaines	40 mois	46 mois et 1 semaine

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

La durée moyenne de détention des placements bancaires qui est l'inverse des coefficients de rotation a, dans l'ensemble, peu varié en 1994. La durée de détention des dépôts à vue des entrepreneurs individuels s'est légèrement réduite (11 jours, au lieu de 12 jours en 1993), mais demeure nettement plus longue que celle des sociétés non financières (2 jours, inchangée depuis plusieurs années). S'agissant des dépôts de particuliers, elle s'est un peu allongée pour atteindre 25 jours (24 jours en 1993), mais elle reste très largement liée au cycle mensuel de perception des revenus salariaux.

Les comptes sur livrets ont enregistré un important allongement de la durée de leur détention qui s'établit à 12 mois et 1 semaine, après 11 mois en 1993. Dans le même temps, celle des comptes d'épargne-logement est passée à 11 mois et 2 semaines, soit 1 semaine de plus qu'en 1993. L'attentisme qui prévaut sur le marché de l'immobilier a eu pour conséquence un fort allongement de la durée de détention des plans d'épargne-logement qui s'accroît de plus de 6 mois pour atteindre 46 mois et 1 semaine.

<sup>1</sup> La vitesse-revenu d'un agrégat monétaire M se définit comme le rapport entre le PIB de la période et l'encours de M à la fin de la période.

<sup>2</sup> Les coefficients de rotation sont calculés, pour les différentes catégories de placements bancaires, en rapportant le flux annuel débiteur à la moyenne annuelle des encours en fin de mois.

*Les conditions de rémunérations des principaux placements financiers*

<b>PRINCIPAUX TAUX DE RÉMUNÉRATION DES PLACEMENTS FINANCIERS</b>		Décembre 1993		Décembre 1994	
		Brut	Après application des dispositions fiscales (j)	Brut	Après application des dispositions fiscales (j)
<b>TAUX RÉGLEMENTÉS</b>					
<i>Livrets A des caisses d'épargne et livrets bleus du Crédit mutuel (a).....</i>		4,50	4,50 (k)	4,50	4,50 (k)
<i>Livrets d'épargne populaire .....</i>		5,50	5,50 (k)	5,50	5,50 (k)
<i>Comptes pour le développement industriel.....</i>		4,50	4,50 (k)	4,50	4,50 (k)
<i>Livrets soumis à l'impôt.....</i>		4,50	2,76	4,50	2,76
<i>Bons du Trésor à intérêts progressifs (b) .....</i>		6,00	3,84/2,95 (l)	6,00	3,84/2,95 (l)
<i>Épargne-logement (c)</i>					
– Comptes (d) .....		2,75	2,75 (k)	2,25	2,25 (k)
– Plans (e).....		6,00	6,00 (k)	5,25	5,25 (k)
<b>TAUX DÉTERMINÉS PAR LES CONDITIONS DU MARCHÉ</b>					
<i>Dépôts et bons de caisse à 1 mois (f).....</i>		6,95	4,21/3,17 (l)	5,80	3,51/2,64 (l)
<i>Dépôts et bons de caisse à 3 mois (g).....</i>		6,68	4,05/3,05 (l)	6,08	3,68/2,77 (l)
<i>Bons du Trésor à 13 semaines (h).....</i>		8,33	6,71	5,81	4,68
<i>Taux de rendement des emprunts d'État à long terme .....</i>		5,94	5,94/4,78 (m)	8,09	8,09/6,52 (m)
<i>Taux de rendement en bourse des actions (i) .....</i>		2,69		3,26	
<b>ÉCART ENTRE :</b>					
<i>Taux de rendement des emprunts d'État à long terme et taux des dépôts 3 mois rémunérés en fonction des conditions de marché.....</i>		-0,74	1,89/1,73	2,01	4,41/3,75
<i>Taux de rendement des emprunts d'État à long terme et taux des livrets soumis à l'impôt.....</i>		1,44	3,18/2,02	3,59	5,33/3,76
(a) Plafond de dépôt autorisé : 100 000 francs depuis le 1 <sup>er</sup> novembre 1991 pour les livrets A et depuis le 5 décembre de la même année pour les livrets bleus (personnes physiques) ; 500 000 francs depuis le 15 décembre 1991 pour les livrets bleus (personnes morales) et 30 000 francs depuis le 1 <sup>er</sup> octobre 1994 pour les Codevi (b) Bons émis au pair (taux actuariel) (c) En ce qui concerne les plans d'épargne-logement, les intérêts comprennent, dans la limite de 10 000 francs par plan, une prime versée par l'État. Dans le cas des comptes d'épargne-logement, cette prime n'est accordée que lors de l'obtention d'un prêt. (d) Taux d'intérêt auquel est ajouté, lors de l'obtention d'un prêt immobilier, une prime égale à 5/9 <sup>e</sup> des intérêts acquis (soit 1,25 %). (e) Taux de rendement actuariel (prime incluse) maximum (f) Taux du marché monétaire à 1 mois (moyenne mensuelle de décembre), capitalisation mensuelle des intérêts (g) Taux du marché monétaire à 3 mois (moyenne mensuelle de décembre), capitalisation trimestrielle des intérêts (h) Taux moyen pondéré des adjudications du mois, capitalisation trimestrielle des intérêts (i) Compte tenu de l'avoir fiscal (taux fin de mois) (j) Sauf indications contraires, les taux sont calculés après prélèvement libératoire optionnel. (k) Exonérés d'impôt (l) Premier taux : prélèvement libératoire optionnel – Deuxième taux : prélèvement libératoire d'office (m) Déclaration fiscale en franchise d'impôts					
<b>AUTRES TAUX D'INTÉRÊT</b>					
Avances sur titres :		– établissements de crédit :	8,40 % (20.05.1994)		
		– autre clientèle :	8,25 % (17.05.1994)		
Taux de base bancaire :		5 janvier 1994 :	7,95 %		
		24 mai 1994 :	7,70 %		
		1 <sup>er</sup> septembre 1994 :	7,95 %		
		30 décembre 1994 :	8,25 %		
Taux d'intérêt légal :		1994 :	8,40 %		
Source et réalisation :	Banque de France DESM – SASM				

Les modifications des dispositions applicables aux placements à taux réglementés intervenues en 1994 n'ont concernés que les Codevi, dont le plafond de dépôt a été porté à 30 000 francs à partir du 1<sup>er</sup> octobre, et l'épargne-logement, dont la rémunération maximale a été ramenée à 2,25 % pour les comptes et à 5,25 % pour les plans à compter du 16 février.

La rémunération des placements de marché à court terme s'est sensiblement réduite en liaison avec la poursuite de la diminution des taux d'intérêt à court terme. En revanche, la remontée des taux obligataires enregistrée dès le premier trimestre a eu pour effet d'accroître la rémunération servie sur les placements de même nature. Ainsi, le rendement avant impôt des emprunts d'État à long terme est passé d'un peu moins de 6,0 % en décembre 1993 à 8,09 % un an plus tard.

### 2.1.2. Les agrégats de placement

L'année 1994 a été marquée par une évolution contrastée des différents avoirs financiers inclus dans les agrégats de placement.

	ÉVOLUTION DES AGRÉGATS DE PLACEMENT					
	(encours en milliards de francs – glissement sur douze mois des données brutes fin de mois)					
	Décembre 1992		Décembre 1993		Décembre 1994 (d)	
	Encours	Glissement	Encours	Glissement	Encours	Glissement
<b>P1</b> .....	<b>1 087,3</b>	<b>16,8</b>	<b>1 304,1</b>	<b>19,9</b>	<b>1 456,4</b>	<b>11,7</b>
– Plans d'épargne-logement .....	482,3	4,2	556,8	15,4	648,0	16,4
– LEE – CE SCD (a) .....	5,0	-16,7	4,9	-2,0	4,8	-2,0
– Bons de capitalisation des sociétés d'assurance .....	272,7	10,0	292,8	7,4	306,4	4,6
– Plans d'épargne populaire .....	272,3	37,4	372,7	36,9	430,3	15,5
– OPCVM garantis .....	53,8	240,5	66,2	23,0	62,9	-5,0
– Comptes espèces associés aux PEA .....	1,2	–	10,6	783,3	3,9	-63,2
<b>P2</b> .....	<b>2 098,7</b>	<b>13,1</b>	<b>2 753,2</b>	<b>31,2</b>	<b>2 872,9</b>	<b>4,3</b>
– Obligations .....	687,3	4,8	831,8	21,0	757,3	-9,0
– Placements d'assurance-vie .....	943,4	21,2	1 185,6	25,7	1 498,7	26,4
– OPCVM obligations .....	468,0	11,3	735,8	57,2	616,9	-16,2
<b>P3</b> .....	<b>12 885,0</b>	<b>4,8</b>	<b>19 419,4</b>	<b>50,7</b>	<b>16 590,0</b>	<b>-14,6</b>
– Actions .....	12 566,6	4,9	18 981,2	51,0	16 128,9	-15,0
– OPCVM actions .....	134,1	-4,8	189,7	41,5	182,6	-3,7
– OPCVM diversifiés (b) .....	80,6	3,3	117,8	46,2	152,0	29,0
– Autres titres d'OPCVM (c) .....	103,7	12,7	130,7	26,0	126,5	-3,2

(a) Livrets d'épargne-entreprise – Contrats d'épargne auprès des sociétés de crédit différés  
 (b) Cette nouvelle présentation des OPCVM est conforme à la nouvelle classification COB intervenue le 1<sup>er</sup> janvier 1994.  
 (c) Ce poste comprend les fonds communs de placement d'entreprises, les FCP à risques, les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme et les Sicaf.  
 (d) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France  
 DESM – SESOF – Tél. : +33 (1) 42 92 28 12

Mise à jour le 3 mai 1995

L'agrégat P1, qui regroupe les produits d'épargne contractuelle, a continué en 1994 de progresser de manière soutenue (11,7 %), mais moins rapidement qu'en 1993 (19,9 %). Alors que les plans d'épargne populaire ont enregistré un ralentissement sensible (+ 15,5 % en 1994, après + 36,9 % en 1993), l'attrait des plans d'épargne-logement s'est maintenu malgré la baisse de 6,0 % à 5,25 % de leur rémunération, intervenue le 16 février 1994. La progression annuelle des plans d'épargne-logement s'est ainsi établie à 16,4 % en 1994, soit une variation légèrement supérieure à celle de 1993 (15,4 %).

Le ralentissement de la croissance de l'agrégat P2, qui n'a progressé que de 4,3 % en 1994, alors qu'il s'était accru de 31,2 % en 1993, résulte d'une contraction sensible des portefeuilles du public en obligations et OPCVM « obligations », dont la valeur a été fortement affectée par la remontée des taux à long terme. L'encours des placements obligataires s'est, en effet, réduit de 9 % en 1994, alors qu'il s'était vivement développé en 1993 (+ 21 %). Quant aux placements en titres d'OPCVM « obligations », ils ont enregistré un repli plus sensible encore, reculant de 16,2 %, après une progression de près de 60 % en 1993.

Le recul des portefeuilles obligataires a toutefois été compensé, au sein de P2, par le dynamisme des placements d'assurance-vie, lesquels, bénéficiant d'une défiscalisation à long terme, ont enregistré une croissance annuelle de 26,4 % en 1994, soit un rythme comparable à celui de 1993 (+ 25,7 %).

Les encours recensés dans l'agrégat P3 ont pâti de la baisse des cours de bourse observée en 1994, qui s'est traduite par une forte contraction des portefeuilles d'actions et d'OPCVM « actions » détenus par les agents non financiers, en dépit de l'effet expansif des opérations de privatisation sur la détention d'actions par les particuliers.

Les placements directs en actions, qui, en encours, représentaient un peu plus de 16 000 milliards de francs à fin 1994, se sont ainsi contractés de 15 % sur l'année sous l'effet de la baisse de la valeur des titres, alors que les titres d'OPCVM « actions », dont l'encours est beaucoup plus faible (182,6 milliards de francs) et dont l'actif net est réparti de manière sélective, ne se sont repliés que de 3,7 % au cours de la même période. Au sein de P3, seuls les placements en OPCVM « diversifiés » se sont accrus sur l'année, passant de 117,8 milliards de francs à 152 milliards, en progression de 29 %.

## 2.2. L'intermédiation financière et le financement de l'économie

### 2.2.1. Les contreparties de M3

	<b>M3 ET SES CONTREPARTIES</b>								
	(encours en fin d'année en milliards de francs)								
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Billets et monnaies</b> .....	<b>209,7</b>	<b>218,8</b>	<b>232,9</b>	<b>243,5</b>	<b>252,2</b>	<b>251,2</b>	<b>251,7</b>	<b>249,4</b>	<b>252,4</b>
<b>Dépôts à vue en francs</b> .....	<b>1 176,6</b>	<b>1 227,2</b>	<b>1 273,0</b>	<b>1 378,6</b>	<b>1 433,0</b>	<b>1 354,7</b>	<b>1 351,6</b>	<b>1 376,9</b>	<b>1 423,3</b>
M1 .....	1 386,2	1 446,0	1 505,9	1 622,1	1 685,2	1 605,9	1 603,3	1 626,3	1 675,7
<b>Placements à vue en francs (a)</b> .....	<b>1 198,8</b>	<b>1 250,2</b>	<b>1 290,3</b>	<b>1 296,1</b>	<b>1 258,5</b>	<b>1 239,1</b>	<b>1 203,6</b>	<b>1 228,6</b>	<b>1 331,7</b>
M2 .....	2 585,0	2 696,2	2 796,2	2 918,2	2 943,7	2 845,1	2 806,9	2 855,0	3 007,4
<b>Placements en devises étrangères</b> .....	<b>24,8</b>	<b>3,1</b>	<b>18,0</b>	<b>49,7</b>	<b>5,4</b>	<b>54,1</b>	<b>62,9</b>	<b>77,0</b>	<b>85,3</b>
<b>Dépôts à terme en francs</b> .....	<b>197,4</b>	<b>222,7</b>	<b>226,4</b>	<b>282,4</b>	<b>323,8</b>	<b>349,9</b>	<b>383,0</b>	<b>370,9</b>	<b>391,5</b>
<b>Bons de caisse et d'épargne en francs</b> .....	<b>364,2</b>	<b>369,1</b>	<b>375,2</b>	<b>361,4</b>	<b>338,8</b>	<b>297,9</b>	<b>265,9</b>	<b>226,2</b>	<b>204,7</b>
<b>Titres de créances négociables en francs (b)</b> .....	<b>14,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>306,2</b>	<b>392,1</b>	<b>344,9</b>	<b>362,8</b>
<b>Titres d'OPCVM monétaires</b> .....	<b>236,9</b>	<b>403,5</b>	<b>557,5</b>	<b>712,7</b>	<b>1 019,7</b>	<b>1 202,3</b>	<b>1 384,7</b>	<b>1 256,0</b>	<b>1 194,9</b>
<b>Parts de FCC à moins de 5 ans</b> .....						<b>2,5</b>	<b>7,9</b>	<b>16,8</b>	<b>27,9</b>
<b>M3</b> .....	<b>3 422,9</b>	<b>3 811,9</b>	<b>4 124,5</b>	<b>4 543,0</b>	<b>4 955,9</b>	<b>5 063,3</b>	<b>5 312,3</b>	<b>5 157,2</b>	<b>5 277,5</b>
 EXTÉRIEUR .....	153,9	127,0	80,4	54,2	-50,9	85,4	234,1	628,1	454,3
CRÉDIT INTERNE .....	5 539,9	6 078,0	6 847,5	7 577,8	8 160,8	8 526,9	8 899,0	9 048,6	9 043,1
<b>Créances sur l'État</b> .....	<b>910,1</b>	<b>864,5</b>	<b>918,6</b>	<b>887,8</b>	<b>888,6</b>	<b>1 011,0</b>	<b>1 088,1</b>	<b>1 350,2</b>	<b>1 679,4</b>
- <i>Financements non négociables</i> .....	291,5	218,9	213,6	200,5	210,0	289,1	231,7	174,6	247,9
- <i>Titres</i> .....	618,7	642,6	702,4	684,4	675,3	721,9	856,4	1 175,6	1 431,5
<b>Créances sur l'économie</b> .....	<b>4 629,8</b>	<b>5 151,6</b>	<b>5 826,1</b>	<b>6 609,9</b>	<b>7 189,7</b>	<b>7 516,0</b>	<b>7 810,9</b>	<b>7 698,3</b>	<b>7 363,7</b>
- <i>Crédits</i> .....	3 839,8	4 271,3	4 774,3	5 379,2	5 971,8	6 333,4	6 565,8	6 511,8	6 419,7
- <i>Titres</i> .....	790,0	881,0	1 053,8	1 233,9	1 224,2	1 182,6	1 245,1	1 186,6	944,0
<b>ACTIFS COMPRIS DANS P1 (c)</b> .....	295,4	351,5	409,7	449,7	539,8	640,6	758,3	938,8	1 064,5
<b>RESSOURCES STABLES NETTES (c)</b> .....	1 757,1	1 835,1	2 116,5	2 434,8	2 430,4	2 557,6	2 749,4	3 315,4	3 112,2
<b>PROVISIONS SUR CRÉANCES DOUTEUSES (c)</b> .....	36,5	46,6	58,8	76,0	97,2	119,5	162,2	207,6	233,0
<b>DIVERS NETS</b> .....	-182,0	-159,9	-218,3	-128,5	-86,6	-231,3	-150,9	-57,7	189,8
<b>CONTREPARTIES DE M3</b> .....	<b>3 422,9</b>	<b>3 811,9</b>	<b>4 124,5</b>	<b>4 543,0</b>	<b>4 955,9</b>	<b>5 063,3</b>	<b>5 312,3</b>	<b>5 157,2</b>	<b>5 277,5</b>
(a) Livrets A et bleus, comptes sur livrets, Codevi, livrets d'épargne populaire et comptes d'épargne-logement (b) Certificats de dépôt émis par les banques, bons émis par les sociétés et institutions financières, bons à moyen terme négociables émis par les établissements de crédit, billets de trésorerie émis par la Caisse nationale des télécommunications (CNT) (c) À déduire									
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél : +33 (1) 42 92 49 08	Mise à jour le 1 <sup>er</sup> juin 1995								

L'examen des sources de la création monétaire fait apparaître qu'en 1994 les flux avec l'extérieur et la variation des créances sur l'économie ont eu un impact négatif sur le stock de monnaie détenu par les résidents. À l'inverse, l'accroissement des créances sur l'État a constitué une source significative de création monétaire.

CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DE M3				
	Variation en pourcentage sur 12 mois			Encours en milliards de francs
	1992	1993	1994	Décembre 1994
Extérieur.....	2,9	7,4	-3,4	454,3
Créances sur l'État .....	1,5	4,9	6,4	1 679,4
Créances sur l'économie.....	5,8	-2,1	-6,5	7 363,7
Actifs compris dans P1 (à déduire).....	2,3	3,4	2,4	1 064,5
Ressources stables nettes (à déduire).....	3,8	10,7	-3,9	3 112,2
Provisions sur créances douteuses (à déduire) .....	0,8	0,9	0,5	233,0
Divers nets.....	1,6	1,8	4,8	189,8
M3 .....	4,9	-2,9	2,3	5 277,5

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

Mise à jour le 31 mai 1995

### *La contrepartie « Extérieur »*

La contrepartie « Extérieur »<sup>1</sup> mesure l'incidence du solde des transactions courantes de la balance des paiements et du solde des mouvements de capitaux à long et à court terme des résidents sur les avoirs monétaires des agents non financiers.

BALANCE DES PAIEMENTS SIMPLIFIÉE PRINCIPAUX SOLDES DE LA BALANCE GÉNÉRALE					
	(en milliards de francs)				
	1990	1991	1992	1993	1994
TRANSACTIONS COURANTES .....	-53,6	-34,5	20,4	52,4	44,7
Exportations-Importations (FAB-FAB) .....	-73,7	-56,4	9,4	38,4	35,8
Invisibles.....	20,1	21,9	11,0	14,0	8,9
TRANSFERTS EN CAPITAL .....	-29,9	-3,2	2,1	-0,4	-25,5
CAPITAUX À LONG TERME.....	89,4	12,4	117,9	-23,7	-255,9
CAPITAUX À COURT TERME DU SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE.....	-99,7	-35,5	-21,2	211,1	10,3
AJUSTEMENTS .....	3,3	25,4	11,0	14,9	23,3
VARIATION DE LA POSITIONMONÉTAIRE EXTÉRIEURE (a) .....	90,4	35,4	-130,4	-254,4	203,0
Secteur bancaire.....	149,4	4,3	-240,3	-282,2	273,2
Secteur officiel .....	-58,9	31,2	109,9	27,8	-40,2

(a) Ce poste correspond, avec un signe inverse, au solde de balance des paiements (transactions, transferts, mouvements de capitaux à long terme, mouvements de capitaux à court terme du secteur non bancaire) qui doit être financé pour parvenir à un équilibre des échanges extérieurs.

Source : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
Réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

<sup>1</sup> La contrepartie « Extérieur » regroupe les créances nettes de la Banque de France vis-à-vis de l'extérieur, d'une part, et la position nette des autres institutions financières vis-à-vis de l'extérieur, d'autre part. La première composante recense les avoirs de change figurant au bilan de la Banque de France, à l'exclusion du montant de la réévaluation des avoirs publics en or, du produit valorisé, au cours du marché, des emprunts en devises de l'État destinés à la constitution de réserves de change et du solde des opérations du Trésor avec l'étranger (solde des comptes de la Zone franc et bons du Trésor souscrits par des organismes internationaux). En conséquence, elle diffère de la position monétaire extérieure de la Banque de France (au sens de la balance des paiements) qui rend compte, en revanche, de l'intégralité des réserves publiques de change. La seconde composante de la contrepartie « Extérieur » englobe toutes les opérations d'actif et de passif des autres institutions financières (autres établissements de crédit ou assimilés et OPCVM) et se différencie ainsi de la position monétaire extérieure du secteur bancaire (au sens de la balance des paiements), qui ne correspond qu'au solde des engagements et des créances à court terme des seuls établissements de crédit ou assimilés.

En 1994, l'ensemble des transactions courantes, des transferts en capital, des mouvements de capitaux à long terme et des mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire retracés par la balance des paiements s'est soldé par des sorties nettes de 226,4 milliards de francs. En excluant les mouvements à long terme concernant les institutions financières et en tenant compte des phénomènes de valorisation, la ponction opérée par ces mouvements sur le stock de monnaie détenu par les résidents peut être évaluée à 173,8 milliards de francs, correspondant à la diminution en 1994 de la position créditrice nette des institutions financières résidentes vis-à-vis des non-résidents. Ainsi, l'impact des opérations avec l'extérieur sur l'évolution de M3 a été négatif en 1994 (-3,4 points sur 2,3 points).

### BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES PRINCIPAUX SOLDES

(en milliards de francs)

	1990	1991	1992	1993	1994
<b>MARCHANDISES</b>					
Exportations-Importations (FAB-FAB).....	-73,7	-56,4	9,4	38,4	35,8
Négoce international.....	3,4	6,7	5,9	10,8	8,6
<b>SERVICES (y compris revenus de facteurs) .....</b>	23,1	17,6	12,2	7,5	16,1
<b>AUTRES BIENS ET SERVICES.....</b>	38,9	39,0	40,1	30,3	29,0
<b>TRANSFERTS UNILATÉRAUX.....</b>	-44,4	-41,4	-47,1	-34,6	-44,8
<b>TRANSACTIONS COURANTES .....</b>	<b>-53,6</b>	<b>-34,5</b>	<b>20,5</b>	<b>52,4</b>	<b>44,7</b>
Source : Banque de France					
Direction de la Balance des paiements					
Réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08					

Pour la troisième année consécutive, le solde des transactions courantes fait apparaître un excédent (44,7 milliards de francs, après 52,4 milliards en 1993). Le solde des échanges de marchandises (y compris le négoce international) s'est établi à 44,4 milliards de francs et celui des services à 16,1 milliards, après, respectivement, 49,2 milliards et 7,5 milliards en 1993.

En revanche, le déficit des transferts unilatéraux s'est creusé, passant de 34,6 milliards de francs à 44,8 milliards.

<b>MOUVEMENTS DE CAPITAUX À LONG TERME</b>		<i>(en milliards de francs)</i>				
		1990	1991	1992	1993	1994
CRÉDITS COMMERCIAUX .....		8,1	3,6	0,6	11,9	-2,5
À l'exportation.....		7,8	5,1	0,6	12,8	-2,5
– Crédits acheteurs.....		4,9	0,8	-1,2	13,2	-2,5
– Crédits fournisseurs .....		2,8	4,2	1,8	-0,4	0,0
À l'importation .....		0,3	-1,5	0,0	-0,9	0,0
INVESTISSEMENTS DIRECTS DES SECTEURS						
PRIVÉ ET BANCAIRE .....		-97,4	-53,2	-16,8	-0,1	0,3
Français à l'étranger .....		-146,6	-115,6	-101,1	-68,9	-60,5
Étranger en France.....		49,2	62,5	84,3	68,8	60,8
INVESTISSEMENT DU SECTEUR PUBLIC .....		-2,9	-3,9	-3,5	-3,8	-3,7
PRÊTS .....		-6,5	-14,8	-49,5	-48,6	58,1
Secteur privé non bancaire.....		-5,3	-1,6	8,1	1,6	0,0
Secteur bancaire.....		8,7	11,1	-38,7	-35,7	46,7
Secteur public .....		-9,9	-24,3	-18,9	-14,4	11,4
OPÉRATIONS SUR TITRES .....		188,1	80,6	187,0	16,9	-308,2
– Opérations des résidents sur valeurs mobilières étrangères.....		-46,1	-84,2	-101,3	-176,1	-136,6
– Opérations des non-résidents sur valeurs mobilières françaises .....		234,1	167,0	282,9	194,8	-169,8
– Instruments conditionnels.....		–	-2,2	5,5	-1,8	-1,8
<b>CAPITAUX À LONG TERME .....</b>		<b>89,4</b>	<b>12,4</b>	<b>117,9</b>	<b>-23,6</b>	<b>-256,0</b>

Source : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements  
Réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Les mouvements de capitaux à long terme se sont soldés par des sorties nettes pour un montant de 256 milliards de francs en 1994, en très forte augmentation par rapport au déficit enregistré en 1993 (23,6 milliards de francs).

Cette dégradation trouve son origine dans le solde déficitaire des opérations effectuées par les non-résidents sur les valeurs françaises. Les cessions de titres français, notamment sur les OAT et les BTAN, réalisées par ces derniers se sont accélérées au cours des derniers mois de 1994 pour atteindre près de 170 milliards de francs sur l'année, alors que leurs flux nets d'acquisition atteignaient près de 200 milliards en 1993. Ce mouvement s'est inscrit dans le contexte des retours de capitaux vers leurs marchés d'origine observés sur les grandes places internationales en 1994.

Toutefois, les sorties nettes de capitaux à long terme ont été largement compensées par les entrées de capitaux bancaires à court terme (273,2 milliards de francs), pour partie liées à l'impact favorable du dénouement des couvertures et des financements constitués en 1992 et 1993 lors des acquisitions importantes de titres par les non-résidents. Globalement, les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes pour un montant de 283,5 milliards de francs en 1994, après des sorties nettes pour un montant de 71,1 milliards un an auparavant.

Compte tenu de ces évolutions, les avoirs officiels se sont renforcés de 70,2 milliards de francs.

Au total, la contrepartie « Extérieur » s'est repliée de 173,8 milliards de francs en 1994, après une hausse de 394 milliards l'année précédente. Cette évolution recouvre une augmentation des avoirs nets en devises de la Banque de France de 104,1 milliards de francs et une diminution de la position extérieure nette des autres institutions financières (établissements de crédit et OPCVM) de 277,9 milliards.

### ***La contrepartie « Crédances sur l'État »***

Les créances détenues par les institutions financières sur l'État se sont accrues de 329,2 milliards de francs en un an. Cette augmentation provient pour une très large part du gonflement du portefeuille de titres d'État détenu par les institutions financières (255,9 milliards de francs) à la suite de souscriptions aux émissions de l'année et d'acquisitions sur le marché secondaire, en partie auprès de non-résidents. La contribution de cette contrepartie à la croissance monétaire a été fortement expansive (6,4 points sur 2,3 points).

### ***La contrepartie « Crédances sur l'économie »***

Le repli des créances sur l'économie (334,6 milliards de francs, après une diminution de 112,6 milliards en 1993) est imputable au repli de l'encours des crédits (92,1 milliards), mais surtout à la brutale contraction du portefeuille des titres acquis par les institutions financières qui s'est réduit de 242,6 milliards de francs. L'apport de cette contrepartie à la variation de M3 est négative (-6,5 points sur 2,3 points).

### ***Les actifs compris dans P1 et les ressources stables nettes***

Ces deux composantes à caractère non monétaire du passif des institutions financières viennent en déduction des autres contreparties.

Les actifs compris dans P1 ont enregistré une progression de 125,7 milliards de francs, leur incidence restrictive sur la croissance de M3 ressortant ainsi à -2,4 points sur 2,3 points.

Le montant des ressources stables nettes des institutions financières s'est contracté de 203,2 milliards de francs à la suite de mouvements de rachat et de la baisse de leurs valeurs liquidatives ; leur impact, traditionnellement restrictif, apparaît positif en 1994 (3,9 points sur 2,3 points).

#### **2.2.2. L'endettement intérieur total**

L'endettement intérieur total (EIT) est un agrégat qui permet de suivre l'évolution de l'ensemble des financements (hors actions) obtenus par les agents non financiers résidents, indépendamment des arbitrages réalisés entre les différents modes de financement.

Sa progression annuelle, qui a eu tendance à se ralentir quelque peu en cours d'année, s'est ensuite accélérée pour s'établir finalement à 3,6 % en décembre, contre 3,1 % un an auparavant.

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)						
(encours en milliards de francs – variation sur 12 mois en pourcentage)						
	Décembre 1992		Décembre 1993		Décembre 1994	
	Encours	Variation	Encours	Variation	Encours	Variation
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (a).....</b>	<b>9 419,3</b>	<b>6,0</b>	<b>9 682,9</b>	<b>3,1</b>	<b>10 031,9</b>	<b>3,6</b>
– État .....	2 049,8	12,7	2 353,0	14,8	2 770,7	17,8
– Sociétés.....	4 065,6	5,2	3 906,9	-3,9	3 844,1	-1,6
– Ménages.....	2 468,7	0,8	2 475,3	0,3	2 491,6	0,7
– Autres .....	835,2	11,0	947,7	13,5	925,5	-2,3
<b>CRÉDITS (a).....</b>	<b>6 565,8</b>	<b>3,7</b>	<b>6 511,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>6 419,7</b>	<b>-1,4</b>
– Sociétés.....	3 291,0	4,1	3 117,6	-5,3	3 050,5	-2,2
– Ménages.....	2 468,7	0,8	2 475,3	0,3	2 491,6	0,7
– Autres .....	806,1	11,6	918,8	14,0	877,5	-4,5
<b>FINANCEMENTS NON NÉGOCIABLES</b>						
<b>DE L'ÉTAT (b) .....</b>	<b>235,5</b>	<b>-19,4</b>	<b>177,7</b>	<b>-24,5</b>	<b>250,2</b>	<b>40,8</b>
<b>FINANCEMENTS SUR LES</b>						
<b>MARCHÉS INTERNES (c) .....</b>	<b>2 393,2</b>	<b>16,0</b>	<b>2 759,6</b>	<b>15,3</b>	<b>3 116,5</b>	<b>12,9</b>
<i>Sur le marché monétaire .....</i>	886,3	25,1	922,6	4,1	1 050,6	13,9
– État .....	714,7	28,3	769,8	7,7	898,9	16,8
– Sociétés.....	171,6	13,2	152,7	-11,0	151,7	-0,7
<i>Sur le marché obligataire .....</i>	1 506,9	11,2	1 837,0	21,9	2 065,9	12,5
– État .....	1 080,0	14,3	1 379,7	27,8	1 581,2	14,6
– Sociétés.....	397,8	4,7	428,5	7,7	436,9	2,0
– Autres (d).....	29,1	-2,7	28,8	-1,1	47,9	66,3
<b>CRÉDITS ET OBLIGATIONS</b>						
<b>INTERNATIONAUX.....</b>	<b>224,8</b>	<b>14,0</b>	<b>233,8</b>	<b>4,0</b>	<b>245,5</b>	<b>5,0</b>
(a) Les glissements tiennent compte des opérations de défaisance. (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. (c) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents (d) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08						

Cette évolution recouvre cependant des mouvements d'ampleurs différentes selon les catégories d'agents bénéficiaires. Ainsi, la croissance annuelle de l'endettement de l'État reste soutenue et ressort à 17,8 % à fin décembre, soit trois points de plus que l'an dernier (+ 14,8 %). Dans le même temps, le repli de l'endettement des sociétés s'est atténué (- 1,6 %, après - 3,9 % sur douze mois à fin décembre 1993), et, après plusieurs mois de stabilité, la reprise de la croissance de l'encours des crédits aux ménages s'est confirmée avec une progression de 0,7 % en un an à fin décembre (0,3 % un an auparavant).

Les crédits accordés par l'ensemble des établissements de crédit aux agents résidents se sont repliés durant tout l'exercice et enregistrent un recul de 1,4 % sur douze mois en décembre, après une contraction de 0,3 % en 1993 ; aussi est-ce le maintien à un niveau élevé (12,9 % à fin décembre) du rythme de croissance annuel des financements de marché qui est à l'origine de la progression de l'EIT.

Le repli des crédits recouvre, pour l'essentiel, un net ralentissement du rythme de contraction de l'encours de crédits aux sociétés (- 2,2 %, après - 5,3 % en 1993) et une progression de la distribution du crédit aux ménages (+ 0,7 %, après + 0,3 % un an auparavant).

<b>ÉVOLUTION DES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b>						
	1992		1993		1994	
	Encours	Variation	Encours	Variation	Encours	Variation
	<b>6 565,8</b>	<b>3,7</b>	<b>6 511,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>6 419,7</b>	<b>-1,4</b>
SOCIÉTÉS.....	3 291,1	4,1	3 117,6	-5,3	3 050,5	-2,2
MÉNAGES.....	2 468,7	0,8	2 475,4	0,3	2 491,6	0,7
AUTRES AGENTS.....	806,1	11,6	918,8	14,0	877,5	-4,5
<i>dont :</i>						
<i>Trésorerie des sociétés</i> .....	820,5	-0,9	813,9	-0,8	773,8	-4,9
<i>Exportations</i> .....	26,9	-18,6	22,2	-17,4	17,9	-19,7
<i>Investissement des sociétés</i> .....	1 298,7	0,9	1 214,1	-6,5	1 161,7	-4,3
<i>Trésorerie des particuliers</i> .....	378,0	4,3	383,1	1,3	388,7	1,5
<i>Habitat</i> .....	2 183,2	0,6	2 203,6	0,9	2 219,6	0,7
<i>dont : – Habitat ménages</i> .....	1 536,2	0,6	1 557,2	1,4	1 579,8	1,5
<i>– Promoteurs</i> .....	142,7	-18,3	126,4	-11,5	93,1	-26,3
<i>Autres crédits</i> .....	429,9	14,1	222,1	-48,4	201,1	-9,4

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

L'analyse par objet économique des crédits distribués par l'ensemble des établissements de crédit fait apparaître, pour les sociétés, un ralentissement du mouvement de repli de l'encours des crédits à l'investissement qui leur sont consentis (-4,3 % en décembre, après -6,5 % un an plus tôt), en même temps qu'un fort reflux de celui des crédits de trésorerie, en liaison avec l'amélioration de leur situation financière. De son côté, la progression de l'encours des crédits de trésorerie aux particuliers s'est poursuivie (+1,5 %, après +1,3 % en 1993), ainsi que celle des crédits destinés à financer leur logement (+1,5 %, après +1,4 % en 1993).

La progression annuelle de l'encours des titres du marché monétaire ressort à 13,9 % et celle des titres obligataires à 12,5 %, après, respectivement, 4,1 % et 21,9 % un an plus tôt. Cette évolution reflète pour une large part les choix effectués par l'État pour assurer son financement. En effet, alors qu'en 1993 l'État avait largement sollicité le marché primaire obligataire du fait du grand emprunt d'État du mois de juillet, la remontée des taux à long terme observée en 1994 l'a incité à substituer partiellement des émissions de bons du Trésor à son financement obligataire, le programme initial d'émissions de titres à moyen et long terme du Trésor ayant été ramené, en cours d'année, de 520 milliards de francs à 500 milliards.

Les montants des crédits obtenus auprès des non-résidents et des obligations émises sur les marchés étrangers se sont accrus globalement de 5 % (4 % en 1993).

# RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LA RÉACTIVITÉ DES BILANS BANCAIRES AUX MODIFICATIONS DES TAUX DE RÉFÉRENCE SUR LA BASE DES DONNÉES DE 1992 ET DE 1993

Les réactions des établissements de crédit aux variations des taux de référence constituent l'un des principaux vecteurs des effets de la politique monétaire sur l'économie réelle.

---

JEAN-PIERRE BARILLAS  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

■ Réuni à l'initiative de la Banque de France, le groupe de travail sur la réactivité des bilans bancaires aux variations des taux de référence présidé par André Icard, directeur général des Études, a présenté son rapport établi à partir des données relatives aux exercices 1992 et 1993.

■ La mise en place de ce groupe répondait à la nécessité de mieux connaître le contexte dans lequel les impulsions données par la politique monétaire, à travers la modification des taux d'intérêt de référence, se

transmettent à l'économie réelle, à travers notamment les réactions du système bancaire.

L'objet de cette étude, réalisée à partir de données communiquées par les établissements et retraitées selon une méthodologie élaborée par les membres du groupe de travail, consiste à analyser l'incidence des variations des taux de référence sur le coût des différents emplois et ressources des établissements participants et à apprécier leur degré de réactivité aux modifications du contexte macro-financier.

■ Les résultats, qui concernent onze grandes banques font notamment apparaître :

- la rémunération à taux fixe des deux tiers des crédits, ainsi qu'une grande disparité dans les conditions débitrices proposées aux différents agents non financiers ;
- le poids des ressources traditionnelles qui constituent une part prépondérante du passif des banques de l'échantillon : un peu moins du cinquième pour les dépôts à vue et un peu moins de 40 % pour les dépôts à terme, les certificats de dépôt et les bons à moyen terme négociable (BMTN) assurant la collecte d'environ un sixième des ressources bancaires ;
- un accroissement de la proportion des dépôts, à vue et rémunérés, et une diminution corrélative des ressources obtenues par émission de certificats de dépôt liée à la baisse, au cours du second semestre

de 1993, des encours drainés par les OPCVM court terme, à la moindre demande de crédit qui limite les besoins des banques et à l'accroissement des ressources provenant des dépôts de la clientèle ;

- une proportion non négligeable (de l'ordre de 30 % du total) d'emplois à taux variable — référencés pour les trois quart aux taux monétaires et pour le solde au taux de base bancaire —, et une part moins importante de ressources à taux variables (moins du cinquième à fin 1993), indexée dans sa quasi-totalité sur des taux monétaires ;
- l'augmentation de l'excédent des emplois en francs à taux variable sur les ressources de même nature entre 1992 et 1993. Cet excédent, qui s'élevait à 5 points en 1992, a été porté à 12 points en 1993 à la suite notamment de la réduction du montant des ressources à taux monétaires.

Réuni à l'initiative de la Banque de France, le groupe de travail sur la réactivité des bilans bancaires aux variations des taux de référence est composé de représentants des établissements de crédit et de la Banque de France, sous la présidence d'André Icard, directeur général des Études.

Ce groupe répond à la nécessité de mieux connaître le contexte dans lequel les impulsions données par la politique monétaire, à travers la modification des taux d'intérêt de référence, se transmettent à l'économie réelle, à travers notamment les réactions du système bancaire à ces impulsions. En effet, bien que les mutations des années quatre-vingt aient profondément modifié le cadre dans lequel s'exerce l'activité bancaire, le rôle des établissements de crédit demeure prépondérant dans le financement de l'économie française. De ce fait, les taux d'intérêt débiteurs fixés par les institutions financières apparaissent toujours comme des variables économiques essentielles et les réactions des établissements de crédit aux variations du niveau et de la structure des taux d'intérêt de référence constituent, à ce titre, un élément important dans le processus de transmission des effets de la politique monétaire.

Le but poursuivi se démarque ainsi de ceux des travaux antérieurs sur le sujet puisqu'il ne s'agit ni d'évaluer l'exposition des établissements de crédit au risque de taux d'intérêt, ni de mesurer l'effet des variations de taux sur les résultats des établissements de crédit ou sur les structures des bilans elles-mêmes.

Les travaux, lancés en octobre 1992 avec la participation de plusieurs établissements de crédit, ont permis de réaliser une première étude centralisant les données relatives à neuf grandes banques de la place, publiée dans le supplément « Études » du Bulletin de la Banque de France du premier trimestre de 1994. La présente étude, portant sur les résultats des années 1992 et 1993, concerne un échantillon élargi, porté à onze grands établissements, qui distribuent à eux seuls les trois quarts des crédits bancaires.

La méthodologie, arrêtée en commun par les participants au groupe de travail, est présentée de manière détaillée en annexe (cf. annexe 2). Élaborée pour les besoins de la précédente étude, elle a été reconduite à l'identique. Elle permet de ventiler les éléments du bilan en fonction des modalités de rémunération des encours d'actif et de passif dans des conditions identiques pour tous les établissement inclus dans la globalisation. Pour cela, les données ont été collectées directement auprès des établissements, car les recensements usuels ne fournissent que peu d'informations selon l'approche retenue.

Les indications ainsi obtenues permettent d'affiner les précédentes observations sur la réactivité des bilans bancaires aux variations des taux d'intérêt, et apportent, en outre, grâce au rapprochement des résultats obtenus à un an d'intervalle, des informations sur la manière dont ces données évoluent dans le temps.

## 1. Le contexte macro-économique de l'étude

La période concernée par cette étude, comprise entre les quatrièmes trimestres de 1992 et 1993, est caractérisée par un mouvement de baisse des taux d'une ampleur sans précédent que les tensions observées sur les marchés de change durant la première moitié de 1993 n'ont pas entravé.

Les taux interbancaires ont ainsi fortement reflué entre les derniers trimestres de 1992 et de 1993, le TIOP à 3 mois et le TMP perdant, respectivement, 4 points et plus de 3,5 points pour s'établir, en moyenne trimestrielle, à 6,74 % et 6,83 %. Dans le même temps, l'indice du gisement de titres à long terme servant de support aux opérations sur le Matif est revenu de 8,18 % à 5,85 % en moyenne trimestrielle, marquant une accélération de la baisse des taux à long terme enregistrée les années précédentes (134 points de base en 1991 et 63 points de base en 1992).

Néanmoins, la hiérarchie des taux d'intérêt selon les échéances est demeurée inversée sur l'ensemble de la période avec des taux à court terme plus élevés que les taux à long terme. Cet écart s'est atténué au cours de la seconde partie de l'année à la suite du repli plus rapide des taux à court terme, qui a constitué l'amorce du retour à une hiérarchie des taux plus habituelle. L'écart entre les taux à trois mois (TIOP) et à long terme (indice du gisement) est ainsi revenu d'environ 260 points de base à fin 1992 à moins de 90 points de base en décembre 1993.

Par ailleurs, c'est au cours du dernier trimestre de 1993 que les taux à long terme américains ont cessé de diminuer pour se tendre brutalement — le rendement des obligations du Trésor à 10 ans est passé de 6,77 % en décembre 1992 à 5,30 % en octobre 1993 et à 5,75 % deux mois plus tard —, pouvant ainsi laisser anticiper une remontée générale des taux d'intérêt.

Enfin, il convient de rappeler que c'est à partir du mois de mai 1993, que l'encours des crédits, dont le rythme de croissance s'était fortement ralenti au cours des mois précédents, a amorcé son reflux.

## 2. Résultats<sup>1</sup>

### 2.1. La structure des bilans

Les résultats disponibles concernent onze établissements (cf. annexe) et se rapportent aux quatrièmes trimestres de 1992 et 1993. À ces dates, les crédits distribués par les établissements composant l'échantillon représentaient 76,0 % et 75,3 % des crédits distribués par les banques. Il est à noter que la baisse de l'encours des crédits de l'échantillon d'une fin d'année à l'autre (- 3,9 %) est légèrement supérieure à celle observée pour l'ensemble des banques (- 3,0 %). Les montants des dépôts à vue et à terme figurant au passif de ces onze banques représentaient, respectivement, 73,2 % et 92,7 % des encours collectés par l'ensemble des banques fin 1992. Un an plus tard, ces proportions étaient de 75,4 % et 87,6 %.

L'examen des données retraitées selon la méthodologie exposée en annexe 2 fait apparaître une stabilité du montant du bilan globalisé accompagnée de légères variations du poids respectif de ses principaux postes. Notamment, la répartition de ces derniers selon leur mode de rémunération, fixe ou variable, s'est légèrement modifiée. La part des ressources à taux fixe a eu tendance à s'accroître. S'agissant des emplois, des évolutions de sens inverse ont été enregistrées selon que l'on considère les crédits aux ménages ou les crédits aux sociétés.

#### 2.1.1. Les principales caractéristiques des emplois

Les crédits constituent la composante essentielle de l'actif retraité selon la méthodologie arrêtée pour les besoins de l'exercice. Ils en représentaient près des quatre cinquièmes en 1992 comme en 1993 (abstraction faite pour cette dernière année du biais introduit par le solde créditeur net des opérations de refinancement). Ils sont pour près des deux tiers assortis d'une rémunération à taux fixe, le solde étant principalement indexé sur le taux de base bancaire et sur les taux monétaires, respectivement dans des proportions de l'ordre de 10 % et 20 % de l'encours total. La diminution de la part des crédits indexés sur le taux de base bancaire au profit de crédits bénéficiant de clauses d'indexation de type monétaire s'est nettement accentuée depuis la réforme du marché monétaire.

<sup>1</sup> Il convient de rappeler que cette étude ne peut être considérée comme une présentation exhaustive des conséquences des variations des taux d'intérêt sur les résultats des établissements de crédit et, au-delà, sur l'économie. En effet, ceux-ci sont multiples et contradictoires et largement tributaires de la durée moyenne des crédits et de la rapidité de réaction des banques pour adapter les conditions appliquées à leur clientèle.

On peut estimer, en effet, que la création des titres de créances négociables à partir du milieu des années quatre-vingt a permis aux sociétés de se financer directement auprès des souscripteurs et d'obtenir de la part des banques des crédits rémunérés à des conditions proches de celles prévalant sur le marché.

### RÉPARTITION DES EN COURS DE CRÉDIT PAR AGENT ET PAR TYPE DE TAUX À FIN 1992

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	Particuliers		Entreprises		Total	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition	Montant	Répartition
CRÉDITS À TAUX FIXES .....	1 022,0	87,7	794,9	48,8	1 816,9	65,0
CRÉDITS À TAUX VARIABLES .....	143,7	12,3	835,5	51,2	979,2	35,0
– TBB .....	20,6	1,8	271,7	16,7	292,3	10,5
– Taux monétaires .....	54,9	4,7	539,0	33,1	593,9	21,2
– Taux obligataires .....	6,6	0,6	7,0	0,4	13,6	0,5
– Autres taux .....	61,6	5,3	17,8	1,1	79,4	2,8
<b>TOTAL .....</b>	<b>1 165,7</b>	<b>100,0</b>	<b>1 630,4</b>	<b>100,0</b>	<b>2 796,1</b>	<b>100,0</b>

### RÉPARTITION DES EN COURS DE CRÉDIT PAR AGENT ET PAR TYPE DE TAUX À FIN 1993

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	Particuliers		Entreprises		Total	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition	Montant	Répartition
CRÉDITS À TAUX FIXES .....	1 022,9	85,8	736,3	49,3	1 759,2	65,5
CRÉDITS À TAUX VARIABLES .....	169,7	14,2	756,9	50,7	926,7	34,5
– TBB .....	18,9	1,6	234,4	15,7	253,3	9,4
– Taux monétaires .....	87,9	7,4	488,2	32,7	576,2	21,5
– Taux obligataires .....	12,0	1,0	7,1	0,5	19,1	0,7
– Autres taux .....	50,9	4,3	27,2	1,8	78,1	2,9
<b>TOTAL .....</b>	<b>1 192,6</b>	<b>100,0</b>	<b>1 493,2</b>	<b>100,0</b>	<b>2 685,8</b>	<b>100,0</b>

Les tableaux de répartition des encours par agent bénéficiaire permettent de mettre en évidence une grande disparité dans les conditions débitrices proposées aux différents agents non financiers : alors que près de 90 % des crédits consentis aux particuliers sont rémunérés à taux fixes, la moitié environ des concours reçus par les entreprises sont référencés à des taux variables.

D'une année à l'autre, cette structure de répartition ne s'est guère modifiée. La principale évolution concerne les crédits aux particuliers, au sein desquels la part des taux fixes a légèrement régressé pour revenir à 85,8 % du total à fin 1993 (après 87,7 % en 1992), tandis que la fraction à taux variable s'accroissait dans des proportions symétriques, passant de 12,3 % à 14,2 % du total. Il est à noter que l'augmentation de la part à taux variable est due aux seuls taux monétaires dont le poids dans le total des crédits passe de 4,7 % à 7,4 %. S'agissant des crédits aux entreprises, l'évolution, sensiblement plus limitée, est de sens inverse, la part des crédits à taux variables diminuant très légèrement (50,7 %, au lieu de 51,2 %). En particulier, l'encours référencé au taux de base bancaire diminue d'un point, passant de 16,7 % du total des crédits en 1992 à 15,7 % un an plus tard. Cette évolution, qui reflète une contraction de l'encours de 13,7 % — alors que le montant total

des crédits à taux variable ne diminue que de 9,4 % —, est à rapprocher de la faiblesse de la demande de crédit, qui renforce la capacité des emprunteurs à obtenir une référence aux taux de marché. Il convient également de souligner que la baisse de l'encours des crédits aux sociétés observée en 1993 intervient à un moment où leur taux d'autofinancement, entendu au sens large<sup>1</sup>, excédait 130 %.

Au niveau de l'ensemble des crédits, la part des prêts indexés sur le TBB recule de plus d'un point (9,4 %, au lieu de 10,5 %). Ce recul peut également s'interpréter comme résultant du souhait des établissements prêteurs de privilégier pour leurs emplois l'index monétaire, ajustable instantanément, alors que le taux de base bancaire est moins flexible.

Par ailleurs, le poids des portefeuilles-titres des établissements composant l'échantillon a diminué à la suite de la baisse de la fraction à taux fixe qui ne représente plus que 4,4 % du total du bilan, après 6,0 % fin 1992 (cf. annexe 1).

### 2.1.2. Les principales caractéristiques des ressources

Les ressources traditionnelles constituent une part prépondérante du passif des banques de l'échantillon retraité selon la méthodologie présentée en annexe : les dépôts à vue en représentent un peu moins du cinquième et les dépôts à terme un peu moins de 40 %. Les certificats de dépôt et les bons à moyen terme négociable (BMTN) assurent la collecte d'environ un sixième des ressources bancaires, soit un montant supérieur à celui procuré par les emprunts obligataires (de l'ordre de 14 % en 1993).

Les principales évolutions observées entre les deux périodes de référence consistent en un accroissement de la proportion des dépôts, à vue et rémunérés, et en une diminution corrélative des ressources obtenues par émission de certificats de dépôt.

L'augmentation du poids des dépôts rémunérés provient uniquement des fonds rétribués à taux fixes, les encours rémunérés à taux variables s'étant réduits pour ne plus représenter que 6,3 % du passif en 1993 (7,6 % en 1992). Cette situation reflète très vraisemblablement un changement d'attitude de la clientèle qui a adapté son comportement à la baisse continue des taux en délaissant les placements à taux variables, ainsi qu'en témoigne la remontée des encours investis sur les produits à taux réglementés, et notamment sur les comptes sur livret, à partir du printemps de 1993. La quasi-totalité des dépôts rémunérés à taux variables reste toutefois indexée sur les taux monétaires.

Le montant des certificats de dépôt et des BMTN s'est réduit, la forte baisse du poids des encours rémunérés à taux variables (− 3,2 points) n'ayant pas été intégralement compensée par la remontée des encours à taux fixes. Cette évolution résulte de la conjonction de plusieurs éléments : la baisse particulièrement prononcée au cours du second semestre de 1993 des encours drainés par les OPCVM court terme, principaux souscripteurs des certificats de dépôts, la moindre demande de crédit qui limite les besoins des banques et l'accroissement des ressources provenant des dépôts de la clientèle. Dans le même temps, les banques ont accru leurs émissions obligataires, presque entièrement réalisées à taux fixes.

<sup>1</sup> Épargne + transferts nets en capital  
FBCF + variation des stocks + acquisitions nettes de terrains et actifs incorporels  
Cf. Rapport du Conseil national du crédit pour 1993

## 2.2. Évaluation des écarts d'indexation

### ÉCART D'INDEXATION POUR ONZE GRANDES BANQUES (après prise en compte des opérations de couverture)

(encours en milliards de francs – part en pourcentage)

	Encours		Part			Encours		Part	
	1992	1993	1992	1993		1992	1993	1992	1993
ACTIFS EN FRANCS À TAUX FIXES .....	2 474,8	2 424,2	70,7	69,1	ÉLÉMENTS DE PASSIF EN FRANCS À TAUX FIXES .....	2 652,8	2 859,4	75,8	81,5
– Crédits .....	1 816,9	1 759,3	51,9	50,2	– Dépôts à vue .....	665,4	689,1	19,0	19,6
– Portefeuille-titres .....	209,5	154,3	6,0	4,4	– Dépôts rémunérés .....	1 058,1	1 132,2	30,2	32,3
– Actifs non sensibles aux taux .....	448,4	510,6	12,8	14,6	– Certificats de dépôt et BMTN .....	179,4	230,2	5,1	6,6
					– Emprunts obligataires .....	354,8	385,9	10,1	11,0
					– Passifs non sensibles aux taux .....	395,1	422,0	11,3	12,0
ACTIFS EN FRANCS À TAUX VARIABLES ...	1 025,3	1 082,9	29,3	30,9	ÉLÉMENTS DE PASSIF EN FRANCS À TAUX VARIABLES ..	847,3	647,7	24,2	18,5
– Taux de base .....	292,3	253,0	8,4	7,2	– Taux de base .....	6,3	10,1	0,2	0,3
– Taux monétaires.....	630,1	610,1	18,0	17,4	– Taux monétaires.....	756,2	577,2	21,6	16,5
– Taux obligataires .....	23,4	34,4	0,7	1,0	– Taux obligataires .....	40,7	43,4	1,2	1,2
– Autres taux.....	79,5	78,1	2,3	2,2	– Autres taux.....	3,9	17,0	0,1	0,5
– Interbancaire .....		107,3	0,0	3,1	– Interbancaire .....	40,2		1,1	0,0
<b>TOTAL ACTIF EN FRANCS .....</b>	<b>3 500,1</b>	<b>3 507,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>TOTAL PASSIF EN FRANCS.....</b>	<b>3 500,1</b>	<b>3 507,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

La répartition entre emplois à taux fixes et à taux variables ne s'est pas sensiblement modifiée entre les deux périodes couvertes par l'étude. En revanche, il semble que les banques composant l'échantillon se soient efforcées d'accroître la part des taux fixes dans le total de leurs ressources. La proportion des ressources à taux fixes a ainsi augmenté de 6 points, dont 2 points pour les seuls dépôts rémunérés et 1,5 point pour les certificats de dépôt, tandis que la part rémunérée à taux variables enregistrait une diminution symétrique provenant de la baisse du montant des encours référencés au taux monétaires.

Les bilans des établissements de l'échantillon sont ainsi caractérisés par un fort excédent des emplois en francs à taux variable sur les ressources de même nature. On peut dès lors faire apparaître un écart d'indexation correspondant à la différence entre la proportion des emplois et la proportion des ressources dont la rémunération est révisable au cours d'une période inférieure ou égale à un an. La marge d'intérêt des établissements de crédit est immunisée contre une variation des taux directeurs si l'écart est nul, mais s'accroît en cas de hausse des taux si l'écart d'indexation est positif (et inversement).

À la fin de 1992, avec un écart positif de 5 points entre emplois à taux variables et ressources à taux variables, la marge d'intérêt était immunisée, voire légèrement croissante en cas de remontée des taux d'intérêt. Toutefois, cet écart reposait principalement sur le taux de base bancaire avec une différence de 8,2 points, alors que l'écart entre emplois et ressources rémunérés aux taux monétaires était négatif (-3,6 points) et que la marge sur cette catégorie de taux était, de ce fait, vulnérable à une hausse.

Un an plus tard, les banques avaient porté l'écart global à plus de 12 points. Mais, alors qu'à la fin 1992 l'essentiel du décalage d'adossement reposait sur le taux de base bancaire, qui jouait de ce fait un rôle déterminant dans l'évolution de leur marge d'intermédiation, elles ont, par la suite, réduit la part des emplois indexés sur ce taux de 1,2 point, ramenant l'écart entre les emplois et les ressources qui y sont associés à moins de 7 points. Cette évolution s'est accompagnée d'un allégement de la proportion des ressources à taux variables, et plus précisément de celles référencées aux taux monétaires qui ont diminué de 5,1 points.

Il est difficile de déterminer si ces évolutions sont le fait des banques ou de leur clientèle. La baisse de la proportion des ressources bancaires rétribuées aux taux du marché monétaire, devenue à la fin de 1993 inférieure de près d'un point à celle de leurs emplois de même référence, pourrait être interprétée comme une anticipation à la hausse des taux de la part des agents financiers.

Mais il est possible aussi que la réduction du poids des ressources à taux variable dans les bilans ne soit pas entièrement le fait des banques, et qu'elle découle pour partie de l'attitude de leur clientèle qui aurait alors privilégié les placements à taux fixes redevenus plus attractifs après la baisse des taux intervenue en 1993.

### 2.3. *L'impact des taux de référence sur les bilans bancaires*

#### IMPACT DES TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE SUR LES BILANS BANCAIRES

(en pourcentage de l'actif ou du passif)

Encours rémunérés à taux variable	1992	1993	Taux de référence							
			TMM		TBB		TMO		Autres taux	
			1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
CRÉDITS .....	28,0	26,4	17,0	16,4	8,4	7,2	0,4	0,5	2,3	2,2
– Crédits aux ménages .....	4,1	4,8	1,6	2,5	0,6	0,5	0,2	0,3	1,8	1,4
– Crédits aux sociétés .....	23,9	21,6	15,4	13,9	7,8	6,7	0,2	0,2	0,5	0,8
PORTEFEUILLE-TITRES .....	1,3	1,4	1,0	1,0	–	–	0,3	0,4	–	–
REFINANCEMENT INTERBANCAIRE			3,1							
TOTAL .....	<b>29,3</b>	<b>30,9</b>	<b>18,0</b>	<b>17,4</b>	<b>8,4</b>	<b>7,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
DÉPÔTS RÉMUNÉRÉS .....	7,6	6,3	7,2	5,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5
CERTIFICATS DE DÉPÔT ET BMTN ..	12,5	9,2	12,5	9,2	–	–	–	–	–	–
EMPRUNTS OBLIGATAIRES .....	3,0	3,0	1,9	1,9	–	–	1,1	1,1	–	–
REFINANCEMENT INTERBANCAIRE			1,1							
TOTAL .....	<b>24,2</b>	<b>18,5</b>	<b>21,6</b>	<b>16,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>

La structure des bilans des établissements de l'échantillon apparaît caractérisée par une proportion non négligeable (de l'ordre de 30 % du total) d'emplois à taux variable — référencés pour les trois quart aux taux monétaires et pour le solde au taux de base bancaire —, et par une part moins importante de ressources à taux variables (moins du cinquième à fin 1993), indexée dans sa quasi-totalité sur des taux monétaires.

En 1992, une hausse d'un point des taux monétaires aurait renchéri de 0,22 point le coût du passif et de 0,18 point le rendement moyen de l'actif, provoquant, si le taux de base bancaire n'avait pas été réajusté en conséquence, une détérioration de la marge bancaire.

À la fin de 1993, les établissements avaient modifié l'équilibre entre leurs ressources et leurs emplois rémunérés à taux monétaires, les premières étant désormais inférieures aux seconds, de

sorte que, à un niveau global, les hausses de taux monétaires n'avaient en principe plus d'impact négatif sur leur marge, mais au contraire un effet légèrement positif.

S'agissant du taux de base bancaire, si son impact quantitatif semble plus atténué puisqu'il ne concerne qu'une fraction moins importante des emplois, son rôle apparaît néanmoins essentiel dans l'évolution de la marge. En revanche, les effets des variations des taux obligataires en tant qu'index de taux variable sont très limités, tant pour le portefeuille-titres que pour les emprunts obligataires.

Sur la base des données fournies, il semble que, durant la période couverte par l'étude, les banques aient enregistré les effets à la fois d'une réduction des emplois à taux fixes, d'un moindre recours au taux de base bancaire comme index des crédits et d'une diminution des ressources à taux variables. Il en est résulté, notamment, un meilleur adossement des emplois et ressources référencés sur les taux du marché monétaire, les plus sensibles aux modifications de taux directeurs.

## ANNEXE 1

**VENTILATION DES OPÉRATIONS DE BILAN PAR TYPE DE TAUX**  
**(après prise en compte des opérations de couverture)**

(encours en milliards de francs – part en pourcentage)

	Encours		Part	
	À fin 1992	À fin 1993	1992	1993
ACTIFS EN FRANCS.....	3 500,1	3 507,1	100,0	100,0
Crédits .....	2 796,2	2 685,8	79,9	76,6
Taux fixes.....	1 816,9	1 759,3	51,9	50,2
Taux variables .....	979,3	926,5	28,0	26,4
– TBB .....	292,3	253,0	8,4	7,2
– Taux monétaires.....	593,9	576,2	17,0	16,4
– Taux obligataires.....	13,6	19,2	0,4	0,5
– Autres.....	79,5	78,1	2,3	2,2
Portefeuille-titres.....	255,5	203,4	7,3	5,8
Taux fixes.....	209,5	154,3	6,0	4,4
Taux variables .....	46,0	49,1	1,3	1,4
– Taux monétaires.....	36,2	33,9	1,0	1,0
– Taux obligataires.....	9,8	15,2	0,3	0,4
Opérations interbancaires.....		107,3		3,1
Actifs non sensibles aux taux.....	448,4	510,6	12,8	14,6
PASSIF EN FRANCS.....	3 500,2	3 507,1	100,0	100,0
Dépôts à vue .....	665,4	689,1	19,0	19,6
Dépôts rémunérés.....	1 322,9	1 352,5	37,8	38,6
Taux fixes.....	1 058,1	1 132,2	30,2	32,3
Taux variables .....	264,8	220,3	7,6	6,3
– TBB .....	6,3	10,1	0,2	0,3
– Taux monétaires.....	250,5	189,1	7,2	5,4
– Taux obligataires.....	4,1	4,1	0,1	0,1
– Autres.....	3,9	17,0	0,1	0,5
Certificats de dépôt et BMTN.....	617,6	553,2	17,6	15,8
Taux fixes.....	179,4	230,2	5,1	6,6
Taux variables .....	438,2	323,0	12,5	9,2
Emprunts obligataires .....	459,0	490,3	13,1	14,0
Taux fixes.....	354,8	385,9	10,1	11,0
Taux variables .....	104,1	104,4	3,0	3,0
– Taux monétaires.....	67,5	65,1	1,9	1,9
– Taux obligataires.....	36,6	39,3	1,0	1,1
Opérations interbancaires.....		40,2		1,1
Passifs non sensibles aux taux.....	395,1	422,0	11,3	12,0

## Rappel de la méthodologie retenue

La réactivité des bilans bancaires aux orientations et aux modifications des taux directeurs constitue un élément important pour la compréhension des mécanismes par lesquels la politique monétaire agit sur la sphère réelle.

L'objet de cette étude consiste à analyser l'incidence des variations des taux de référence sur le coût des différents emplois et ressources des établissements participants et à apprécier leur degré de réactivité aux modifications du contexte macro-financier.

Il ne s'agit en aucun cas d'évaluer la sensibilité de leurs bilans au risque de taux, ni de mesurer l'effet des variations des taux d'intérêt sur leur rentabilité. En outre, le champ de l'analyse ne portant pas sur l'intégralité des éléments de bilan, les résultats obtenus ne peuvent être extrapolés à l'ensemble des activités bancaires.

La réalisation de ce travail supposait que soit mise au point une méthodologie permettant d'harmoniser les règles adoptées par les établissements de crédit pour restructurer leurs bilans par type de taux, et d'aboutir ainsi à un cadre commun d'analyse fonctionnelle. Cette exigence impliquait de délimiter le périmètre global des opérations recensées, de définir une structure par poste des emplois et des ressources, de convenir d'un mode d'équilibrage des éléments de bilan retenus, d'indiquer dans quelle mesure les opérations de hors-bilan devaient être prises en compte, de regrouper les références de taux par grandes catégories et de préciser le mode d'évaluation des encours.

### 1. La délimitation du périmètre global

On a recensé les seules opérations de bilan en francs réalisées en France métropolitaine avec les résidents et les non-résidents pour des raisons de disponibilité rapide des informations. Les opérations de transaction (ou opérations autonomes de trésorerie) en ont été exclues, car on a cherché à cerner au plus près l'activité d'intermédiation des établissements de crédit. En pratique, une partie des opérations interbancaires a tout de même été reprise à hauteur du montant permettant d'équilibrer le solde créances-engagements. Enfin, les opérations en devises ont été laissées hors du champ de recensement parce qu'elles sont a priori davantage influencées par les taux des eurodevises que par les taux prévalant sur les marchés nationaux de capitaux.

Les données ont été collectées sur une base comptable non consolidée, là aussi, pour des raisons de commodité et de rapidité. Toutefois, la référence à la consolidation s'est avérée indispensable pour les groupes dont les opérations avec la clientèle sont gérées principalement par des filiales spécialisées.

## 2. La structure par poste des emplois et des ressources

À l'actif, on a pris en compte non seulement les emplois-clientèle (crédits, portefeuille-titres) — correspondant aux emplois qui sont les sources directes de financement de l'économie —, mais aussi les emplois structurels (immobilisations, créances non productives d'intérêt, comptes de régularisation, réserves obligatoires), puisqu'ils affectent également la sensibilité du bilan aux variations des taux d'intérêt.

Les crédits-clientèle ont par ailleurs été recensés par type de bénéficiaire pour apprécier la disparité des situations selon la nature de la clientèle.

Au sein du portefeuille-titres, on a exclu le portefeuille de transaction pour ne retenir que les titres de placement, les titres d'investissement et les titres de participation, tous émetteurs confondus, car il est difficile, dans ce cas précis, d'isoler les seules créances sur la clientèle.

De manière symétrique, au passif, on a retenu non seulement les ressources-clientèle (dépôts, certificats de dépôt), mais aussi l'ensemble des ressources longues et permanentes (obligations, fonds propres et provisions).

En particulier, les dépôts ont été répartis entre les dépôts à vue et les dépôts rémunérés (qui incluent les comptes à terme, les comptes d'épargne à régime spécial et les bons de caisse).

Par ailleurs, on a comptabilisé, d'une part, l'ensemble des certificats de dépôt émis, et d'autre part, l'ensemble des obligations émises (y compris les titres subordonnés), tous détenteurs confondus (clientèle ou non), là encore parce que l'appareil statistique ne permet pas d'identifier la nature économique des contreparties.

## 3. L'équilibrage des opérations de bilan

Conventionnellement, on a fait apparaître, à l'actif ou au passif, un solde des opérations effectuées sur le marché interbancaire (au jour le jour ou à terme) équilibrant les emplois et les ressources.

Les opérations de refinancement auprès de la banque centrale ont, en particulier, été considérées comme répertoriées à ce poste.

## 4. La prise en compte du hors-bilan

L'existence d'instruments de couverture (*swaps* de taux, *Cap*, options de taux, etc.) constitue un élément de plus en plus important de l'activité des établissements de crédit en permettant de neutraliser le risque de taux pour un grand nombre d'opérations. À ce titre, ils influent sur la sensibilité des bilans aux modifications de taux d'intérêt.

Pour en tenir compte et connaître la nature effective du taux rémunérant un poste particulier du bilan, mais aussi par souci de simplification, on est convenu de ne retenir que les éléments de hors-bilan servant de couverture aux emplois et aux ressources qui sont comptabilisés, qu'il s'agisse de micro-couverture ou de macro-couverture.

### 5. *Le regroupement des références de taux*

Il résulte de ce qui précède que la ventilation par type de taux des éléments de bilan et d'une partie du hors-bilan a été effectuée sur la base des taux contractuels. Les encours ont été répartis selon les conditions de rémunération, de façon à distinguer ceux qui sont rémunérés à taux fixe de ceux qui le sont à taux variable.

Les index de taux variables ont été regroupés entre quatre catégories : taux de base bancaire, taux monétaires (TMP, T4M, TAM, PIBOR, etc.), taux obligataires (TME, TMO, etc.) et autres taux (taux composites).

Il a été convenu que les encours rémunérés à un taux variable dont la période de révision est supérieure à un an seraient classés, au moment de la collecte, dans la rubrique « taux fixe ».

En outre, au sein des encours à taux fixe (emplois et ressources), on a isolé les tombées à trois mois ou moins. Lors de la globalisation des résultats, ces tombées ont été reclasées, pour un poste donné, au sein de l'encours à taux variable, au prorata des différentes catégories de taux variables, telles qu'elles étaient communiquées par les établissements de crédit.

### 6. *Le mode d'évaluation des encours*

L'étude a été menée sur des données en moyenne trimestrielle relative au quatrième trimestre de chacune des deux années observées.

# COMPÉTITIVITÉ DES ENTREPRISES ET FORCES CONCURRENTIELLES<sup>1</sup>

Entre 1991 et 1993 la France a connu une forte récession<sup>2</sup>. Celle-ci a été plus longue et plus marquée que celles qui sont apparues ces quinze dernières années. Elle a entraîné un accroissement des défaillances (3,0 % en 1992, 3,4 % en 1993). Toutefois, depuis les premiers mois de 1994, une reprise de l'activité se manifeste<sup>3</sup>. Sa vigueur et son ampleur dépendent, pour une large part, de la capacité des entreprises à exploiter leur compétitivité, ce qui dépend de leurs décisions actuelles, particulièrement en matière d'investissement de modernisation.

---

BERNARD PARANQUE  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*

■ Dans son Rapport économique annuel pour 1993, la Commission des Communautés européennes étudie l'« *Évolution de la compétitivité aux États-Unis, au Japon et dans la Communauté* ». La compétitivité y est définie au **niveau macro-économique** comme la capacité d'un pays « *d'accroître sa part des marchés d'exportation ou de soutenir un taux de croissance*

*plus élevé sans que son solde courant se détériore* ». Si dans ce contexte l'indicateur « *de compétitivité le plus couramment utilisé est fondé sur les coûts salariaux unitaires...* » c'est qu'il permet de calculer un indice des coûts salariaux d'un pays par rapport aux indices de coûts salariaux de ses partenaires étrangers.

---

<sup>1</sup> Communication au quatrième Congrès de l'Association internationale de management stratégique, Paris, du 2 au 4 mai 1995, extrait de « Compétitivité et rentabilité des entreprises industrielles », Banque de France, collection Entreprises, juin 1995.

<sup>2</sup> Artus P., 1994

<sup>3</sup> Lettre de conjoncture de la BNP, juillet-août 1994 et enquêtes de conjoncture de la Banque de France...

- Toutefois, dans une étude datant de 1993 « Les PME : technologie et compétitivité », l'OCDE précise que « *l'analyse micro-économique met en relation les éléments de compétitivité d'une entreprise avec l'ensemble de ses fonctions et des décisions qui touchent à son activité, sa croissance, sa rentabilité, son financement, son équilibre financier, sa gestion* »<sup>1</sup>. Les auteurs précisent alors qu' « *à l'évidence, il n'existe pas, à l'heure actuelle, de modèle théorique mettant en relation ces variables et pouvant fournir une explication de la compétitivité des PME* ».
- Dans cette dernière perspective, la compétitivité peut se définir comme la capacité, pour une firme, à vendre ses produits à un prix tel que l'entreprise puisse assumer ses engagements vis-à-vis des tiers et assurer son développement.
- L'objet de cet article est alors d'expliciter l'enchaînement, qui, de la productivité à la compétitivité, conditionne la formation de la rentabilité des entreprises. Pour ce faire, trois niveaux de performances sont proposés, le niveau « physique », le niveau « marchand » et le niveau « financier » auxquels correspondent respectivement la productivité du travail et du capital, le taux de marge et la rentabilité. On présente une typologie des comportements des entreprises industrielles françaises en 1993 constituée à partir d'un échantillon de plus de 7 000 sociétés adhérent à la Centrale de bilans de la Banque de France. Puis, sur un sous-échantillon d'entreprises ayant participé à l'enquête *Sesame* et présentes dans la base de données qualitatives de la direction des Entreprises de la Banque de France, on analysera les relations entre ces comportements et les forces concurrentielles auxquelles sont soumises ces entreprises.

<sup>1</sup> Cité par Problèmes économiques, janvier 1994

## PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON GLOBAL

*Les tranches d'effectifs ont été définies de la manière suivante :*

SEUILS D'EFFECTIFS RETENUS POUR DÉFINIR LES TAILLES EN 1991			
Tranches de taille	Seuils	Pourcentage d'entreprises	Pourcentage d'effectifs
1 (PPMI) .....	≤ 100 salariés	63,2	12,9
2 (GPMI) .....	de 101 à 500 salariés	28,8	25,6
3 (GE) .....	de 501 à 2 000 salariés	6,6	25,4
4 (TGE) .....	plus de 2 000 salariés	1,3	36,0
Ensemble .....		100,0	100,0

*Le poids de chaque taille dans la population totale est stable d'une année à l'autre, la structure de l'échantillon est donc constante sur la période étudiée.*

*Par rapport au fichier exhaustif des entreprises soumises au régime des bénéfices industriels et commerciaux tenu par l'INSEE, le taux de couverture de l'échantillon en terme d'effectifs est de 51,9 % en 1990.*

*La structure sectorielle de l'échantillon est stable sur la période sous revue. Elle montre une part équivalente des secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation courante (respectivement 36,8 % et 36,5 %).*

## STRUCTURE DE L'ÉCHANTILLON COMPARÉE À CELLE DE L'INDUSTRIE NATIONALE EN 1991

	(en pourcentage)					
	Échantillon de l'étude		Industrie (a)		Taux de couverture	
	Nombre d'entreprises	Effectifs	Nombre d'entreprises	Effectifs	Nombre d'entreprises	Effectifs
PMI (moins de 500 salariés) .....	92,1	38,6	98,9	55,5	9,2	32,8
GE .....	7,9	61,4	1,1	44,5	62,6	65,0
Biens intermédiaires .....	37,1	33,1	28,3	32,0	11,8	48,7
Biens de consommation courante .....	35,8	22,5	38,7	28,0	8,3	38,0
Biens d'équipement professionnel .....	23,1	26,3	21,4	28,0	9,7	44,1
Biens d'équipement ménager .....	0,6	1,6	0,5	1,6	10,8	49,8
Construction automobile et autres matériels de transport .....	3,4	16,5	1,8	10,3	16,7	75,2
Ensemble .....	100,0	100,0	100,0	100,0	9,0	47,1

(a) Fichier exhaustif des entreprises soumises au régime des bénéfices industriels et commerciaux tenu par l'INSEE

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58

Mise à jour le 5 octobre 1994

*Relativement au fichier exhaustif de l'INSEE, il apparaît une certaine surévaluation de la part du secteur des biens intermédiaires et de la construction automobile ; le secteur des biens de consommation courante est quelque peu sous-représenté, ainsi que les PMI et, dans une moindre mesure, les secteurs des biens d'équipement professionnel. Néanmoins, globalement, l'échantillon retenu permet d'effectuer une analyse solide.*

## 1. Une typologie des comportements en 1993

La mise en évidence de comportements homogènes et spécifiques d'entreprises se fonde sur un ensemble de critères qu'il convient d'expliquer<sup>1</sup>. Suivant la problématique définie pour ce travail, on s'est attaché à différencier les entreprises sur leur compétitivité à partir des ratios de la politique d'investissement, de structure de la combinaison productive et de la contrainte financière<sup>2</sup>.

### 1.1. La compétitivité : évaluation et mesure

L'évaluation de la situation économique d'une entreprise implique, en partant des objectifs de référence fixés par le (ou les) dirigeant (s), de s'interroger sur les moyens mis en œuvre par ceux-ci et de pouvoir *mesurer les effets obtenus* (Jacot J.H., 1990). Sur le plan de l'analyse financière réalisée à partir de documents comptables, la mesure des effets obtenus pose peu de problèmes en s'appuyant sur l'hypothèse de maximisation de la rentabilité<sup>3</sup>. Si toutes les difficultés ne sont pas aplaniées, elles sont moins nombreuses que pour l'appréciation des moyens mis en œuvre. En effet, pour ces derniers, hormis des éléments quantitatifs concernant l'investissement, le financement et l'emploi, on ne dispose d'aucune information qualitative à propos de l'organisation de la production, de la politique commerciale suivie ou encore des technologies utilisées. Cette carence empêche alors de véritablement cerner les objectifs de référence, sauf à les réduire à l'hypothèse de maximisation déjà mentionnée.

Nonobstant cette difficulté, il apparaît nécessaire d'identifier trois étapes : « *à savoir la reconnaissance de niveaux trop souvent confondus dans l'évaluation économique : le niveau « physique », le niveau « marchand », le niveau « financier »* » (Jacot J.H., 1990).

Au niveau « physique » correspond la productivité (ou rendement) du travail et du capital. Ce niveau « physique » est celui de la mise en œuvre concrète de la combinaison productive, ce qui intègre à la fois la dimension technologique et la dimension organisationnelle du processus de production, sans oublier celle de la gestion des ressources humaines. De ce fait, la productivité, liée à ce niveau « physique », dépend tout autant des facteurs quantitatifs (effectifs, capital...) que qualitatifs (formation, condition de travail...). On peut dire qu'elle est un des déterminants de la compétitivité des entreprises puisqu'elle sanctionne le déroulement du processus de fabrication du point de vue des facteurs de production.

La compétitivité correspond au niveau « marchand » et dépend, outre de la productivité du travail et du capital, de « l'excellence de la production » à savoir, la qualité, la fiabilité, la fluidité (stock zéro), la flexibilité, la sécurité, etc. À partir des données comptables, et faute d'information sur les parts de marché, l'indicateur pertinent pour rendre compte de la sanction du marché est le taux de marge. En effet ce taux résulte, tout à la fois, de la maîtrise des coûts, via la politique de prix suivie par l'entreprise et la qualité du service rendu aux clients, et de la gestion de l'organisation de la production et des ressources humaines.

Le troisième niveau, « financier », fait alors intervenir la rentabilité économique<sup>4</sup>. Il se distingue du précédent par la prise en compte au dénominateur non plus de la production mais du capital. Il permet alors de dissocier les enjeux de concurrence (compétitivité) des enjeux de la rentabilité, les seconds pouvant se faire au détriment des premiers, voire du niveau physique. Ce triptyque peut s'illustrer de la manière suivante sous le titre : « *Le « télescopage » des trois niveaux de productivité (du travail et du capital), de compétitivité (marge de profit) et de rentabilité (taux de profit)* » tiré de l'article de Jacot J.H. (page 67) :

<sup>1</sup> Voir Lebart, Morineau, Fenelon, « Traitement des données statistiques » Dunod, 2<sup>e</sup> édition 1982

<sup>2</sup> En effet, il s'agit de différentes fonctions conditionnant la compétitivité.

<sup>3</sup> Ou d'optimisation, terme qui introduit la notion de relatif, c'est-à-dire compte tenu de l'environnement de l'entreprise

<sup>4</sup> Il est possible aussi de retenir la rentabilité financière.

$$\frac{P}{K} = \frac{P}{Y} \cdot \frac{Y}{K} = \frac{Y/L - W/L}{Y/L} \cdot \frac{Y}{K}$$

avec :

$P/K$  = taux de profit ou rentabilité économique, soit l'excédent global rapporté au capital engagé

$P/Y$  = taux de marge, soit excédent brut global/valeur ajoutée globale, soit excédent brut global/production

$Y/K$  = productivité ou efficacité du capital avec soit la production, soit la valeur ajoutée ramenée au capital engagé

$Y/L$  = productivité ou rendement apparent du travail avec au dénominateur les effectifs

$W/L$  = coût unitaire de la main-d'œuvre

À partir de ces éléments de réflexion, il apparaît que si la rentabilité est conditionnée par la productivité du travail, du capital et la compétitivité, les modalités de sa « construction » peuvent fortement différer selon les firmes, non seulement en fonction de leur marché, mais aussi par des arbitrages spécifiques sur la productivité (gain de productivité du travail et/ou du capital) et la compétitivité (prix – hors prix), et donc sur la décision d'investissements façonnant la combinaison productive et la structure financière correspondante.

Cette approche doit cependant être complétée en identifiant le plus précisément possible à la fois le type d'environnement dans lequel sont insérées les entreprises et les modes d'organisation qu'elles mettent en œuvre pour gérer celui-ci. Si le recours aux données comptables limite un tel travail, pour autant la diversité de situation des entreprises correspond à une variété de modes d'organisation, de choix techniques, de déterminants de la rentabilité (voir entre autres Porter M., 1986 ; Salais R. et Storper M., 1993).

Cette démarche permet de fonder le recours à certains indicateurs. « *La maximisation du taux de profit ne définit pas, par elle-même, une hiérarchie des choix entre modèles de production. Tous les modèles de production sont, en effet, profitables s'ils sont mis en œuvre de façon cohérente* » (Salais R., Storper M., page 74).

Par conséquent, il importe de s'attacher à cette « mise en œuvre » à la fois dans le passage d'un niveau à l'autre (Jacot J.H., 1990) mais aussi dans la réalisation de la rentabilité. Ceci est rendu possible en ayant recours à certaines décompositions. « *Ce ne sont pas de simples forces algébriques « formelles » ; ce sont des contradictions que la firme rencontre dans la réalité de son fonctionnement et entre lesquelles elle doit négocier une sorte « d'équilibre dynamique », dont la nature est particulière à chaque modèle de production, ainsi qu'aux différents compromis réalisables entre eux* »<sup>1</sup>.

Cette approche permet donc de définir une grille de lecture de la gestion de la contrainte de rentabilité, c'est-à-dire la maîtrise de « l'équilibre dynamique ».

## 1.2. Caractérisation des situations économiques et financières

Il est possible de représenter de manière synthétique la situation relative des entreprises les unes par rapport aux autres (Bardos M., Paranque B., 1992). Pour ce faire, on calcule des axes à partir des ratios de base choisis (cf. encadré page suivante). On constate alors une forte différenciation des entreprises de part et d'autre des axes que l'on va décrire à partir de leur corrélation avec les ratios<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Voir Salais R. et Storper M., 1993, pages 67 à 74

<sup>2</sup> Le premier axe en facteur est obtenu par un algorithme qui calcule la droite des moindres carrés, puis un deuxième axe est calculé orthogonalement au premier et ainsi de suite...

DESCRIPTION DES CINQ PREMIERS AXES					
Axe 1	Valeur propre	Inertie en pourcentage	Corrélation ratios – facteurs		
			négative		positive
			Charge de la dette	(0,7)	Taux d'accumulation élargi (0,7) Taux de variation de la valeur ajoutée (0,7) Taux de croissance du capital (0,7) Taux de variation des effectifs (0,6)
Axe 2	1,8	12,7	Efficacité du capital	(0,7)	Délais rotation besoins en fonds de roulement (0,5) Coût unitaire de la main-d'œuvre (0,5)
Axe 3	1,6	11,4	Coût unitaire de la main-d'œuvre	(0,6)	Part effectifs de production dans effectif total (0,5)
Axe 4	1,3	9,0	Taux d'apports externes	(0,6)	
Axe 5	1,1	7,8	Délais de rotation des besoins en fonds de roulement	(0,5)	Taux d'investissement productif (0,5)

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58

Mise à jour le 5 octobre 1994

## VARIABLES RETENUES POUR L'ÉTUDE DES COMPORTEMENTS

14 ratios actifs qui participent à la définition des comportements :

Charge de la dette  
Valeur ajoutée globale/capital engagé (efficacité ou productivité du capital)  
Taux d'accumulation élargie  
Taux de variation de la valeur ajoutée globale  
Variation des effectifs en pourcentage  
Taux de croissance du capital financier  
Délai des besoins en fonds de roulement  
Taux d'exportation  
Taux d'investissement productif/valeur ajoutée globale  
Taux de rémunération des associés  
Taux de rémunération des prêteurs  
Taux d'apports externes  
Effectif productif/effectif total  
Coût unitaire de la main-d'œuvre

10 ratios illustratifs qui complètent l'analyse des résultats obtenus :

Rentabilité financière  
Taux d'investissement total  
Rentabilité brute globale  
Excédent brut global/valeur ajoutée globale  
Capital engagé/frais de personnel (intensité capitalistique)  
Productivité (rendement) apparente de la main-d'œuvre  
Taux de rotation de l'équipement productif  
Capitaux propres/bilan net  
Coût moyen des apports externes  
Part des concours bancaires courants dans les apports externes

Les cinq premiers axes retenus représentent 59 % de l'inertie totale, les trois premiers à eux seuls en expriment 42 %.

*Le premier axe* (inertie : 18,1 %), correspond à la contrainte de financement de l'accumulation. En effet, lui sont fortement corrélés :

- d'une part la charge de la dette,
- d'autre part le taux d'accumulation élargie, le taux de croissance du capital financier, le taux de variation de la valeur ajoutée et le taux de variation des effectifs.

Ainsi, on trouve d'un côté les firmes pour lesquelles la charge de la dette, par exemple, est importante *et/ou* dont le taux d'accumulation est très faible, de l'autre, des entreprises en situation symétrique<sup>1</sup>.

Les entreprises s'opposent donc sur la politique d'investissement et son financement compte tenu de l'évolution de leur activité. Cette dernière dépend tout à la fois de la conjoncture générale mais aussi de la propre capacité des firmes à améliorer leur compétitivité, y compris dans un contexte dépressif.

*Le deuxième axe* (inertie : 12,7 %) caractérise la maîtrise de la combinaison productive, au travers de corrélations importantes (de haut en bas du graphique) :

- d'une part des délais de rotation des besoins en fonds de roulement et du coût unitaire de la main-d'œuvre ;
- d'autre part de l'efficacité du capital.

Sur cet axe, la différenciation des firmes s'opère en fait sur la nature de la combinaison productive et son efficacité. On relève que les petites PMI s'opposent aux grandes entreprises de moins de 2 000 salariés.

*Le troisième axe* (inertie : 11,4 %) concerne l'emploi appréhendé par le coût de la main-d'œuvre d'une part, et de l'autre, le poids des effectifs de production dans l'effectif total. Indirectement, il nous éclaire sur l'organisation du travail et la structure de l'emploi.

### 1.3. Une typologie des comportements

À partir de cette première approche, il est possible alors d'identifier six classes de comportements<sup>2</sup>.

DÉCOMPOSITION DE L'INERTIE CALCULÉE SUR LES 10 AXES APRÈS CONSOLIDATION				
	Inerties	Effectifs	Poids	Distances
Inertie inter classes .....	4,0214			
Inerties intra-classe				
Classe 1/6 .....	1,8950	3 161	3 161,00	0,5649
Classe 2/6 .....	0,9012	942	942,00	3,8816
Classe 3/6 .....	1,4446	713	713,00	6,5824
Classe 4/6 .....	1,1658	658	658,00	8,0677
Classe 5/6 .....	1,3408	667	667,00	7,4938
Classe 6/6 .....	1,5976	911	911,00	8,6902
Inertie totale .....	12,3665			
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58				Mise à jour le 5 octobre 1994

<sup>1</sup> Une proximité plus ou moins grande entre deux ratios traduit la plus ou moins grande corrélation entre ces deux ratios. En revanche, une proximité entre un ratio et une entreprise signifie, en moyenne, que ce ratio a une valeur élevée pour cette entreprise. En moyenne, car la position de l'entreprise (qui est un espace à deux dimensions) ne dépend pas d'un ratio mais de l'ensemble des ratios. Voir à ce sujet : Lebart, Morineau, Fenelon, « Traitement des données statistiques », Dunod 2<sup>e</sup> édition 1982.

<sup>2</sup> La procédure utilisée pour définir ces classes est une classification ascendante hiérarchique. Elle est réalisée sur l'ensemble des entreprises repérées par leurs coordonnées factorielles. Une première étape d'agrégation autour de centres mobiles (type « k-means » ou « nuées dynamiques ») conduit à la construction rapide d'une partition contenant un grand nombre de petits groupes (une centaine par exemple). Ces groupes sont sensés être des morceaux de classes « réelles » que l'algorithme de partitionnement a éclatées.

Pour obtenir d'emblée une partition préalable de bonne qualité, on y intègre une procédure d'auto-validation. Celle-ci consiste à réaliser plusieurs partitions successives (les « partitions de base ») puis à les croiser. On retient comme classes finales les groupes stables (appelés aussi « formes fortes ») constitués par les groupes d'individus classés ensemble dans les partitions de base.

Dans une seconde étape, on construit un arbre hiérarchique à partir des centres de ces groupes stables.

La première classe (cf. tableau « Typologie des entreprises en 1993 » ci-après), dite « autonome », réunit 44,9 % des entreprises. Il s'agit essentiellement de petites PMI de moins de 100 salariés (68,8 % de ces PMI, alors qu'elles représentent 64,4 % de l'ensemble de l'échantillon) et des firmes des biens intermédiaires (42,5 %, contre 37,1 %). Ces sociétés supportent des délais de rotation des besoins en fonds de roulement importants (86 jours, contre 81,8 jours en moyenne pour l'ensemble de l'échantillon) et occupent plus de salariés de production (80,4 % de l'effectif total, contre 76,1 % en moyenne). Peu endettées (46,8 %, contre 51,6 %), investissant peu (7,4 %, contre 9,8 %), elles ont subi une baisse de l'activité et ont réduit leurs effectifs. Elles ont su, toutefois, maîtriser leur contrainte de rentabilité et leur taux de marge. *Elles sont un peu plus compétitives que la moyenne (23,3 %, contre 20,5 %) mais souffrent d'un déficit du niveau « physique », ce qui peut hypothéquer l'avenir.* En outre, leur taux de dépenses immatérielles, étant un des plus faibles (1,7 %, contre 2,6 % en moyenne sur l'ensemble de l'échantillon), renforce cette hypothèque compte tenu de l'importance croissante de cette dimension de la compétitivité (Coriat B., Taddeï D., 1992).

La deuxième classe, qualifiée d'« exportatrice », rassemble 13,3 % des sociétés appartenant essentiellement au secteur des biens d'équipement professionnel (33,6 %, contre 23,1 % de l'ensemble de l'échantillon). Il s'agit de firmes employant entre 100 et 2 000 salariés. La faible efficacité du capital (48 %, contre 63 %) est la contrepartie d'une forte intensité capitaliste. Autonomes, elles ont peu investi mais supportent des délais de rotation des besoins en fonds de roulement élevés et sont fortement exportatrices. *Leur compétitivité (26,5 %, contre 20,5 %) s'appuie sur une forte productivité de la main-d'œuvre, malgré une efficacité du capital la plus faible de la typologie (48,8 %, contre 63,0 %), ce qui pèse sur leur rentabilité économique.* Le taux de dépenses immatérielles est important (3,6 %), y compris les deux années antérieures, et a ainsi dû contribuer à leurs performances.

La troisième classe regroupe 10,1 % des firmes, en particulier des entreprises employant entre 500 et 2 000 salariés, du secteur des biens d'équipement professionnel (31,3 %) et des biens de consommation courante (42,6 %). Elles ont embauché (taux de variation des effectifs de 1,6 %, contre -3,2 % pour l'ensemble de l'échantillon), sont très rentables et investissent. Cette classe est dénommée « rentable » car elle est caractérisée par un enchaînement qu'on peut qualifier de « vertueux » : forte productivité de la main-d'œuvre et efficacité moyenne du capital vont de pair avec un taux de marge important. Cet enchaînement s'appuie sur un taux de dépenses immatérielles très fort (5,2 %) et soutenu (5,5 % en 1991 et 5,3 % en 1992).

La classe 4, dite « investisseuse », est formée de 9,3 % des entreprises de l'échantillon. Il s'agit surtout de petites PMI et de firmes appartenant principalement au secteur des biens intermédiaires. La charge de la dette est élevée tout en restant inférieure à la moyenne générale (96,9 % de l'excédent brut global, contre 133,8 %). Elles ont connu une forte progression de l'activité (+ 12,5 %, contre -3,2 %) et ont pu embaucher (+ 8,2 %, contre -3,2 %). Fortement investisseuses (taux d'investissement net total de 37,4 %, contre 12,5 %), elles sont largement endettées, ce qui ne les empêche pas de dégager une rentabilité économique importante (15,2 %, contre 11,5 %). *Plus compétitives que la moyenne (29,4 %, contre 20,5 %), elles souffrent toutefois d'un déficit d'efficacité du capital correspondant sans doute aux délais de retour sur investissement et à un effort d'investissements immatériels moyen (2,3 %, 2,4 % et 2,6 %, contre 2,7 %, 2,6 % et 2,6 % pour l'ensemble de l'échantillon).*

La classe 5, avec 9,5 % des sociétés, réunit des petites PMI et des entreprises des secteurs des biens de consommation courante et des biens d'équipement professionnel. « Peu capitalistiques », elles ont bénéficié d'une hausse de la valeur ajoutée et ont connu une moindre baisse de l'emploi (-1,1 %). Avec la plus forte proportion d'effectif de production et le plus faible coût unitaire de la main-d'œuvre, elles sont rentables. Autonomes, les délais de rotation des besoins en fonds de roulement étant très faibles (28,3 jours), elles exportent peu (8,2 %). *Elles sont peu compétitives (le taux de marge est de 17,6 %, contre 20,5 % pour l'ensemble de l'échantillon) mais elles compensent ce handicap par une forte*

TYPOLOGIE DES ENTREPRISES EN 1993							
(données en pourcentage sauf indication contraire)							
Moyenne des ratios	Classe 1 Auto-nomes	Classe 2 Exportatrices	Classe 3 Rentables	Classe 4 Investisseuses	Classe 5 Peu capitalistiques	Classe 6 En difficulté	Ensemble
Part de la classe dans l'échantillon (%) ..	44,9	13,3	10,1	9,3	9,5	12,9	100,0
<b>Ratios actifs</b>							
Charge de la dette .....	77,9	77,1	53,6	96,9	66,5	526,6	133,8
VAG / capital engagé .....	57,4	48,0	ns	55,7	130,5	54,9	63,0
Taux d'accumulation élargie .....	1,0	7,0	12,1	18,5	22,8	- 20,3	3,8
Taux de variation de la VA .....	ns	0,0	ns	12,5	2,3	- 25,4	- 3,2
Taux de variation des effectifs .....	- 3,8	ns	1,6	8,2	- 1,1	- 11,6	- 3,2
Taux de variation du capital .....	1,3	4,6	ns	27,3	5,1	- 10,7	3,1
Délais BFR (a) .....	86,0	102,5	ns	71,1	28,3	96,6	81,8
Taux d'exportation .....	7,5	55,4	ns	11,7	8,2	ns	16,4
Taux d'investissement productif .....	7,4	ns	6,8	32,2	4,8	7,6	9,8
Taux de rémunération des associés .....	1,6	1,9	9,2	1,9	ns	1,2	2,5
Taux de rémunération des prêteurs .....	12,5	12,5	13,6	10,0	ns	ns	15,3
Taux d'apports externes .....	46,8	38,1	33,9	77,7	25,2	96,5	51,6
Effectif productif/effectif total .....	8,0	ns	49,2	80,7	81,9	73,8	76,1
Coût de la main-d'œuvre (b) .....	181,2	210,4	278,2	190,2	179,6	ns	197,8
<b>Ratios illustratifs</b>							
Rentabilité financière .....	2,5	3,6	8,6	3,1	6,1	- 24,4	0,2
Rentabilité brute globale .....	12,3	ns	17,5	15,2	18,0	- 4,4	11,5
EBG/VAG .....	23,3	26,5	30,6	29,4	17,6	- 7,8	20,5
Taux d'investissement total .....	9,2	ns	10,4	38,4	5,8	ns	12,5
Capital engagé/frais de personnel .....	ns	357,7	317,6	336,9	140,3	246,7	280,8
Valeur ajoutée/effectif (b) .....	244,0	301,0	436,1	289,6	227,7	187,0	266,4
Taux de rotation							
des équipements productifs .....	298,6	311,6	644,3	296,5	647,4	ns	376,5
Capitaux propres/bilan .....	37,7	42,4	42,6	32,1	ns	16,9	35,4
Cout moyen des apports externes .....	11,6	10,7	11,0	9,0	19,6	ns	11,9
CBC/apports externes .....	ns	24,7	23,0	23,1	16,0	37,4	26,9
Taux de dépenses immatérielles .....	1,7	3,6	5,2	ns	1,3	1,7	2,6
<b>Proportion</b>							
Biens intermédiaires .....	42,5	ns	23,4	44,4	25,2	ns	37,1
Biens de consommation courante .....	ns	27,2	42,6	ns	44,4	30,0	35,7
Biens d'équipement professionnel .....	17,0	33,6	31,3	16,1	27,6	29,0	23,1
Biens d'équipement ménager .....	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,6
Construction automobile .....	ns	ns	1,7	ns	ns	ns	3,4
Petites PMI .....	68,8	41,8	54,1	70,4	79,0	ns	64,4
Grandes PMI .....	ns	39,1	ns	ns	18,4	ns	28,2
Grandes entreprises .....	3,4	15,7	12,9	3,0	1,9	ns	6,2
Très grandes entreprises .....	ns	ns	ns	ns	ns	ns	1,2
<b>Variables qualitatives</b>							
(proportion dans la classe)	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0
Rentabilité brute globale –							
taux d'accumulation							
(solde global) .....	–	73,5	ns	ns	38,4	–	56,7
Rentabilité brute globale –							
taux de variation de la valeur ajoutée ..							
Taux accumulation –							
taux de variation de la valeur ajoutée ..	41,8	ns	ns	–	67,9	ns	ns
(a) En jours							
(b) En milliers de francs par personne							
ns : non significatif relativement à la moyenne ou à la fréquence générale de l'échantillon							
Source et réalisation : Banque de France							
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58							
							Mise à jour le 5 octobre 1994

Les entreprises « en difficulté » sont réunies dans la classe 6 (12,9 % des sociétés). Aucune spécificité en terme de taille n'apparaît. Seules, les entreprises du secteur des biens d'équipement professionnel sont un peu plus nombreuses. *Il s'agit de sociétés dont la charge de la dette est dans un rapport de 5 à 1 relativement au reste de l'échantillon.* La chute de l'activité et de l'emploi se conjugue avec des rentabilités négatives, une efficacité du capital et une productivité du travail insuffisantes, bien que leur taux de dépenses immatérielles soit un peu plus élevé que la moyenne (3,5 %, contre 2,6 %).

Par ailleurs, les entreprises des classes 3 et 4 ont bénéficié d'un différentiel « rentabilité-coût » plus souvent positif.

DIFFÉRENTIEL « RENTABILITÉ BRUTE GLOBALE – TAUX D'INTÉRÊT APPARENT » EN 1993							
	(proportion en pourcentage)						
	Classe 1	Classe 2	Classe 3	Classe 4	Classe 5	Classe 6	Ensemble
≤ 0 .....	46,0	44,3	39,3	19,9	49,9	97,1	48,7
> 0 .....	54,0	55,7	69,7	80,1	50,1	2,8	51,3

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58

Mise à jour le 5 octobre 1994

Au total, la diversité de situation peut s'expliquer par des sensibilités différentes à la récession et au recul de l'activité. S'en tenir là serait sans aucun doute réducteur si on ne tenait pas compte des caractéristiques propres à chaque entreprise en matière de technologie, de politique commerciale, de stratégie et de modes d'organisation du travail. Autrement dit, à la diversité des structures économiques correspond une diversité de positionnement sur les marchés et les processus de production.

## 2. L'intensité de la concurrence évaluée à partir des données qualitatives

Compte tenu des limites de l'approche comptable, il est apparu intéressant d'apporter un éclairage sur ce sujet à partir de l'enquête réalisée par la Banque de France dans le cadre de son projet *Sesame*.

Cette enquête a permis de créer une nouvelle base de données qualitatives sur le comportement stratégique des entreprises françaises. L'objectif de cette initiative est de permettre à la Banque d'enrichir l'approche comptable et financière des entreprises par une analyse stratégique.

Cette base de données, en cours de construction à l'échelon national depuis 1993, est constituée à partir d'enquêtes directes auprès de chefs d'entreprise volontaires, à l'aide d'un questionnaire spécifique assisté par ordinateur. Deux cents questions permettent de cerner, d'une part les caractéristiques de l'environnement au sens large (clients, fournisseurs, nouveaux entrants, produits de substitution, rivalité interne) et, d'autre part les orientations stratégiques par activité (positionnement, objectifs, avantages concurrentiels recherchés et fonctions privilégiées dans la poursuite de ces objectifs).

*En 1993, pour la première fois, 2 000 chefs d'entreprise des secteurs des biens d'équipement professionnel et des biens intermédiaires ont répondu à un questionnaire, au cours d'entretiens approfondis d'une durée moyenne de 2 heures 30. Ne sont retenues que les 819 firmes dont le chiffre d'affaires est réalisé pour au moins 95 % sur l'activité principale.*

On s'intéressera, en particulier, à *l'intensité concurrentielle* à laquelle sont confrontées les entreprises (Porter M. , 1986).

## 2.1. Concepts utilisés

La caractérisation dynamique de l'environnement est effectuée à l'aide d'une approche structurelle du secteur ayant pour ambition de donner la position relative de l'entreprise par rapport à cinq forces extérieures (les fournisseurs, les clients, les nouveaux entrants, les produits de substitution et les concurrents directs).

La combinaison de ces cinq forces, mesurée par l'indicateur « d'intensité concurrentielle » caractérise le niveau d'attractivité du secteur.

Chaque force est décomposée dans le questionnaire selon, en moyenne, une dizaine de questions élémentaires.

La force « client » se définit comme le pouvoir exercé par les clients, limitant les marges de manœuvre de l'entreprise et contraignant ses résultats financiers. Son niveau dépend, entre autres, de la concentration relative des clients, de leur sensibilité particulière au prix en regard de l'originalité et de la spécificité du produit.

La force « fournisseurs » se définit, en symétrique, comme le pouvoir de contrainte exercé par les fournisseurs sur les décisions stratégiques de l'entreprise et met en jeu des critères similaires à ceux utilisés dans la relation en aval avec les clients.

La force « nouveaux entrants » mesure le niveau de risque d'apparition de nouveaux concurrents dans le secteur et donc le risque d'aggravation de l'intensité concurrentielle globale, directement relié au niveau des « barrières à l'entrée » au secteur (réglementations particulières, économies d'échelle...).

La force « produits de substitution » mesure le risque de substitution des produits du secteur par d'autres produits, différents, mais remplissant les mêmes fonctions et dont les prix et les types de clientèles doivent être soigneusement examinés.

La force « rivalité interne » mesure la concurrence directe d'entreprises du secteur, restreignant les potentialités de l'entreprise, en termes de volume vendu ou de marges appliquées. Le taux de croissance du secteur, l'existence de surcapacités... influent, entre autres, sur le niveau de cette menace.

## 2.2. L'intensité de la concurrence en 1993 selon l'appartenance aux classes de la typologie

Les 819 entreprises se répartissent dans les classes de la typologie de manière un peu différente de la répartition observée sur l'ensemble de l'échantillon.

	RÉPARTITION DES ENTREPRISES DANS LES CLASSES						(en pourcentage)
	Autonomes	Exportatrices	Rentables	Investisseuses	Peu capitalistiques	En difficulté	
Échantillon <i>Sesame</i> .....	44,7	22,3	6,6	7,2	4,9	14,3	
Échantillon total.....	44,9	13,3	10,1	9,3	9,5	12,9	
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58						Mise à jour le 5 octobre 1994	

Ces 819 entreprises sont plus « exportatrices » que l'ensemble de l'échantillon mais aussi un peu moins « rentables ». Elles sont un peu moins souvent « investisseuses » mais un peu plus fréquemment « en difficulté ». Par rapport à l'échantillon total, la proportion d'entreprises ayant entre 100 et 2 000 salariés y est plus forte (52,8 %, contre 35,4 %).

Parmi ces firmes, 23,1 % considèrent l'intensité concurrentielle (Porter M., 1986) comme assez faible, 75,8 % comme étant moyenne et 1,1 % l'estiment assez élevée.

<b>INTENSITÉ CONCURRENTIELLE ET CLASSES</b>							
	(en pourcentage)						
	Autonomes	Exportatrices	Rentables	Investis-seuses	Peu capitalistes	En difficulté	Ensemble
Assez faible ....	21,6	24,0	<b>25,9</b> (a)	<b>25,4</b> (a)	20,0	24,8	23,1
Moyenne .......	77,0	76,0	74,1	74,6	75,0	73,9	75,8
Assez élevée ...	1,4	0,0	0,0	0,0	<b>5,0</b> (a)	1,7	1,1

(a) En gras : proportion supérieure à celle relevée sur l'ensemble de l'échantillon

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58

Mise à jour le 5 octobre 1994

Globalement, on constate une indépendance entre la classe et l'intensité concurrentielle, ce qui traduit une diversité de stratégies non liées à un profil économique et financier particulier. Néanmoins, on peut relever quelques spécificités.

Les entreprises « rentables » sont confrontées plus souvent à une intensité concurrentielle « assez faible » et donc bénéficient d'un potentiel de profit assez élevé, ce qui est cohérent avec le profil financier obtenu. C'est aussi le cas des « investisseuses », alors que les « peu capitalistes » sont, plus souvent que les autres entreprises, confrontées à une intensité concurrentielle « assez élevée ».

### 2.3. *Les cinq forces*

Des écarts apparaissent néanmoins sur les composantes de l'intensité concurrentielle. La décomposition selon les cinq forces de Porter M. permet en effet de mettre en évidence des différences d'environnement selon la classe d'appartenance.

<b>FRÉQUENCE DES RÉPONSES PAR CLASSE SELON L'INTENSITÉ DE LA FORCE ET DES BARRIÈRES À L'ENTRÉE (de 1 « faible » à 5 « élevée ») (a)</b>														
Classes	Rivalité					Clients				Fournisseurs				(en pourcentage)
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	1	2	3	4	
Autonomes .....	2,2	26,2	56,0	15,0	0,6	0,8	25,4	56,6	<b>17,2</b>	1,6	26,0	58,7	13,7	
Exportatrices.....	3,3	<b>33,9</b> (b)	51,9	10,9(c)	0,0	1,1	26,8	61,2	<b>10,9</b>	0,6	34,4	53,0	12,0	
Rentables .....	3,7	29,6	51,9	14,8	0,0	<b>5,6</b>	24,1	63,0	<b>7,4</b>	<b>3,7</b>	25,9	53,7	16,7	
Investisseuses.....	3,4	30,5	57,6	8,5	0,0	1,7	25,4	57,6	15,3	1,7	18,6	<b>67,8</b>	11,9	
Peu capitalistiques ..	2,5	32,5	42,5	<b>22,5</b>	0,0	0,0	22,5	65,0	12,5	0,0	22,5	<b>67,5</b>	10,0	
En difficulté .....	0,0	23,9	56,4	<b>18,8</b>	0,9	1,7	22,2	59,0	17,1	0,0	29,9	61,5	8,6	
Ensemble .....	2,3	28,5	54,3	14,5	0,4	1,3	25,0	58,9	14,8	1,2	27,7	58,6	12,5	
Classes	Produits de substitution					Nouveaux entrants								
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	
Autonomes .....	4,7	23,9	46,9	22,1	2,4	0,3	1,1	29,0	56,3	13,4				
Exportatrices.....	2,2	19,6	54,4	21,7	2,2	0,0	0,0	22,4	<b>68,9</b>	8,7				
Rentables .....	3,5	31,0	51,7	<b>13,8</b>	0,0	0,0	1,9	29,6	51,9	<b>16,7</b>				
Investisseuses.....	19,4	<b>19,4</b>	32,3	25,8	3,2	0,0	<b>3,4</b>	<b>39,0</b>	45,8	11,9				
Peu capitalistiques ..	0,0	42,1	36,8	21,1	0,0	0,0	0,0	20,0	57,5	22,5				
En difficulté .....	5,1	18,6	49,2	25,4	1,7	0,0	1,7	25,6	65,8	6,9				
Ensemble .....	5,0	23,3	47,6	22,1	2,0	0,1	1,1	27,4	59,5	12,0				

(a) Test d'indépendance du chi 2 ; toutefois l'insuffisance du nombre de réponses pour certaines modalités des forces ne permet pas d'obtenir des résultats fiables. C'est pourquoi nous procérons à une simple comparaison de fréquence.

(b) En gras, proportion de la classe supérieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon

(c) En italique, proportion de la classe inférieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 56 58

Mise à jour le 5 octobre 1994

Les entreprises « autonomes » ont un faible endettement mais avec, en contrepartie, un effort d'investissement inférieur à la moyenne générale de l'échantillon, ce qui peut induire une perte de compétitivité à terme. Ce constat peut s'expliquer, au moins partiellement, par une intensité concurrentielle « moyenne » pour 77 % d'entre elles. On observe en effet l'absence de contrainte particulière sur quatre forces, la force client étant perçue comme « élevée » plus souvent que dans le reste de l'échantillon (17,2 %, contre 14,8 %).

Les « exportatrices » sont confrontées, dans leur grande majorité, à un risque de nouveaux entrants « assez élevé », dont l'effet est atténué par une position moyenne sur les autres forces et la faiblesse de la rivalité.

Les entreprises « rentables » bénéficient d'une intensité concurrentielle « assez faible » du fait de forces le plus souvent faibles (clients, fournisseurs) malgré un risque de nouveaux entrants jugé comme élevé et de barrières à l'entrée perçues plus souvent comme faibles. Il s'agit d'entreprises dont l'activité est en recul mais qui ont su préserver leurs performances grâce à un environnement favorable leur permettant de jouer sur ses différentes composantes.

Les « investisseuses » bénéficient d'une intensité concurrentielle « assez faible » du fait de barrières à l'entrée « assez élevées » voire « élevées ». De ce fait, elles peuvent mieux gérer les délais de retour sur investissement, en réduisant le risque lié à l'incertitude sur l'arrivée de nouveaux concurrents.

Les « peu capitalistiques » doivent faire face à une force rivalité et une force fournisseur « assez élevée » ce qui correspond bien à leur statut de petites entreprises avec de faibles capacités de négociation sur leurs approvisionnements. Les barrières à l'entrée sont considérées soit comme faibles soit comme élevées.

Les sociétés « en difficulté » paraissent souffrir plus souvent que les autres entreprises d'une forte rivalité et d'assez « faibles » barrières à l'entrée. Elles disposent de ce fait de peu de marges de manœuvre pour se développer, particulièrement en période de récession.

La turbulence concurrentielle, à savoir l'intensité de l'impact des changements stratégiques des concurrents sur l'activité, est perçue comme faible par 32,7 % des firmes, assez faible pour 15,5 %, assez élevée par 23,2 % et élevée par 11,7 %.

La turbulence concurrentielle peut être faible ou élevée pour la classe 1 « autonome » et la classe 5 « peu capitalistique » (assez élevée) ; faible ou assez faible pour la classe 2 « exportatrice », assez élevée ou élevée pour la classe 3 « rentable » ; assez faible ou moyenne pour la classe 4 « investisseuse » et toujours assez élevée pour la classe 6 « en difficulté ».

### TURBULENCE CONCURRENTIELLE ET TYPOLOGIE

Faible	Assez faible	Moyenne	Assez élevée	Élevée
1	2	3	4	5
-----	-----	-----	-----	-----
Exportatrice	Investisseuse		Rentable	
Autonome		En difficulté		Autonome
Peu capitalistique			Peu capitalistique	

La situation des « autonomes » exprime bien leur fragilité : si les concurrents ne changent pas de comportements stratégiques, ces entreprises présentent une certaine stabilité qui leur permet de voir venir ; mais si il y a un changement rapide et intense de la stratégie d'un concurrent, il y a un risque important de perte de compétitivité lié au retard de l'investissement. Le constat peut être le même pour les « peu capitalistiques » mais pour des raisons différentes : elles sont très dépendantes des orientations stratégiques de leurs fournisseurs. De même, la situation des « rentables » est rendue précaire par les risques de changements stratégiques, leurs concurrentes anticipant ou des retournements conjoncturels ou des pertes de compétitivité, ce qui bouleverserait leur environnement et leurs perspectives de profit.

Depuis le retournement du cycle de croissance en 1989-1990, puis le ralentissement de l'activité de 1993, le système productif français a su s'adapter à ce nouvel environnement. Toutefois cela s'est effectué au prix d'une hausse des défaillances, d'une forte augmentation du chômage et du recul de l'investissement, particulièrement au cours de la dernière période.

De ce fait, les entreprises pérennes ont pu préserver, malgré la baisse de leur taux de marge, leur rentabilité à un niveau, certes en recul, mais voisin, voire supérieur à ce qu'il était au milieu des années quatre-vingt. De même, elles ont pu stabiliser leur situation financière, voire l'améliorer par rapport à ce qu'elle était à la fin de la précédente décennie.

L'analyse de la période 1991-1993 montre une grande diversité de situations ainsi qu'une certaine stabilité des principaux profils économique et financier. En 1993, à côté de firmes subissant une forte contrainte de solvabilité, on retrouve des entreprises qui maintiennent une politique d'investissement plus soutenue que la moyenne de l'échantillon, comme cela avait été déjà montré sur les années quatre-vingt (Bardos M., Paranque B., 1992).

Il a été alors possible d'étudier les écarts de performances entre entreprises, en distinguant trois niveaux : le niveau « physique », le niveau « marchand » et le niveau « financier ». À chacun de ces niveaux correspond des indicateurs de mesure, respectivement la productivité, la compétitivité, la rentabilité. Le troisième indicateur est celui qui pose le moins de problème puisqu'il renvoie à la rémunération des capitaux engagés par les actionnaires et les prêteurs. La productivité soulève les problèmes de mesure et d'appréhension des aspects qualitatifs de la mise en œuvre de la combinaison productive, mais on a pu néanmoins retenir la productivité de la main-d'œuvre et l'efficacité du capital engagé. C'est à propos de la compétitivité que les difficultés sont plus importantes. En effet, celle-ci implique de pouvoir comparer les entreprises, non plus à partir des seuls résultats comptables et financiers, mais selon leur position relative sur le marché. Le taux de marge permet partiellement de procéder à cette mesure. Toutefois, il ne tient compte que des effets-prix et n'autorise pas d'apprécier les arbitrages que fait l'entreprise entre prix et volume, pas plus que « l'excellence de la production » (zéro défaut, zéro délai, zéro stock...). En outre, il ne constitue pas un indicateur de part de marché, ce qui nuit à l'appréciation de la compétitivité de l'entreprise, puisqu'un faible taux de marge peut correspondre à une position dominante sur le marché (ou inversement). Autrement dit, le taux de marge est un indicateur partiel de la compétitivité des entreprises qui ne prend tout son sens que comme un des déterminants de la formation de la rentabilité. Dans cette optique, une démarche, tenant compte de l'intensité concurrentielle à laquelle sont confrontées les entreprises, a permis de compléter l'approche strictement comptable, en identifiant des logiques économiques différentes fondant la diversité des situations économiques et financières.

Ainsi, dans un contexte récessif, le repli de l'investissement, des rentabilités, le renforcement de l'autonomie financière, ont été d'une intensité variable selon les entreprises. La majorité des entreprises, « les autonomes », ont pu préserver leur rentabilité et réduire leur endettement aux dépens de l'effort d'investissement. Cet arbitrage effectué sous la pression du court terme peut remettre en cause la compétitivité acquise jusque là. À l'opposé, les « rentables », et surtout les « investisseuses » et les « peu capitalistiques », ont moins réduit leur politique de renouvellement du potentiel productif. Dans un contexte de reprise de l'activité économique, ce choix peut accroître la contrainte financière mais favorise l'amélioration de leur compétitivité.

De ces deux cas de figure se dégage, schématiquement, une ligne de partage définie par l'accumulation et la contrainte de débouchés. D'un côté, se trouvent des entreprises confrontées à un renforcement de leur contrainte de débouchés, mais qui peuvent néanmoins desserrer la contrainte financière en diminuant leur effort d'investissement, quitte à accepter un recul de leur rentabilité. De l'autre, des entreprises bénéficient d'une progression de leur activité, ce qui leur permet de réduire la contrainte de rentabilité au prix d'une diminution de leur autonomie financière, contrepartie de leur effort d'accumulation.

La diversité de situations économiques et financières correspond alors à des logiques économiques spécifiques et non à de simples comportements différents face à un environnement similaire. En effet, la firme peut être positionnée soit sur des produits standard et la recherche d'économie d'échelle, soit sur des produits innovants et la réponse à des besoins spécifiques. Selon l'attitude adoptée, les contraintes et les modalités de gestion diffèrent, reposant ou sur une intensification du travail ou, au contraire, sur une amélioration de l'efficacité globale de l'utilisation du capital, en particulier humain.

En définitive, si l'intensité concurrentielle est le plus souvent moyenne, elle peut correspondre à une diversité de situations sur les cinq forces la composant. Au total, on relève bien un certain recouvrement entre profil économique et financier et environnement de l'entreprise. De ce point de vue, le risque de perte de compétitivité paraît d'autant plus élevé que la rentabilité se réalise au détriment de l'investissement.

## Bibliographie

Artus P. : *Amplification de la récession par les comportements des entreprises et taux d'intérêts réels : le cas de la France 1980-1993*, document de travail 08/E, Caisse des dépôts et consignations, 1994.

Bardos M., Paranque B. : *Des trajectoires d'entreprises dans la transformation du tissu industriel*, Centrale de bilans, Banque de France, 1992.

Commissariat général du Plan : « Recherche et innovation », groupe « *Recherche, technologie et compétitivité* », La documentation française, 1993.

Commission des Communautés européennes : *Économie européenne*, rapport économique annuel pour 1993.

Commission des Communautés européennes : *Croissance, compétitivité, emploi*, 1994.

Coriat B. , Taddei D. : *Made in France*, Hachette, 1992.

Jacot J.H. : « À propos de l'évaluation économique des systèmes intégrés de production » dans l'ouvrage : *Gestion industrielle et mesure économique : approches et applications nouvelles*, Economica, 1990.

Jacot J.H. : *Croissance économique et fluctuations conjoncturelles*, Presses universitaires de Lyon, 1976.

OCDE : *Les PME : technologie et compétitivité*, 1993.

Paranque B. : *Emploi, accumulation, rentabilité financière*, Observatoire des entreprises, Banque de France, 1994.

Porter M. : *L'avantage concurrentiel*, InterÉditions, 1986.

Salais R., Storper M. : *Les mondes de productions*, Édition de l'École des hautes études en sciences sociales, Paris, 1993.

# ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS AU PREMIER TRIMESTRE 1995

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter environ 200 milliards de francs au premier trimestre, comme au trimestre précédent.

---

CLAUDE MEILLER  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Pôle Valeurs mobilières*

- Après avoir enregistré une reprise significative en début de période, l'activité sur les marchés primaires obligataires a marqué un ralentissement.
- 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 premier trimestre 1995 sont revenues de 130 milliards de francs à 118 milliards.
- Nette des amortissements, la collecte globale est revenue de 100 milliards de francs à 86 milliards.
- Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 4 000 milliards de francs à fin mars 1995.
- Les émissions d'actions ont atteint 62 milliards de francs au terme des deux premiers mois de 1995.

## 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'émissions

Après avoir fortement fléchi au cours du mois de décembre, l'activité sur les marchés primaires obligataires a connu une reprise significative en janvier, avec notamment l'émission par la République de Finlande d'un emprunt de 5 milliards d'eurofrancs. Ce regain d'activité s'est confirmé au cours des trois premières semaines de février, en particulier sur les échéances courtes en eurofrancs, avant de connaître un nouveau fléchissement lié à un retrait des investisseurs non résidents. Le déclin de l'activité s'est poursuivi en mars, dans un contexte d'inversion de la courbe des rendements consécutif à la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

### ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par secteur émetteur

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
4 <sup>e</sup> trim. 1994	1 <sup>er</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1994	Année 1994		4 <sup>e</sup> trim. 1994	1 <sup>er</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1994	Année 1994
				<b>ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)</b>				
73,0	65,0	67,9	261,5	État	70,9	62,9	66,1	195,1
27,0	20,2	54,7	113,3	Établissements de crédit et assimilés	10,2	2,1	20,9	15,2
6,3	8,6	25,6	58,9	Sociétés non financières	- 1,2	1,9	15,3	18,0
0,8	—	23,4	25,4	Autres émetteurs résidents	- 1,9	- 0,8	22,4	19,5
<b>107,2</b>	<b>93,8</b>	<b>171,6</b>	<b>459,1</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>78,0</b>	<b>66,1</b>	<b>124,7</b>	<b>247,8</b>
101,7	93,7	130,1	397,5	dont émissions intérieures des résidents	73,9	69,6	88,9	203,3
5,5	0,1	41,5	61,6	dont émissions internationales des résidents	4,1	- 3,5	35,8	44,5
<b>22,9</b>	<b>24,2</b>	<b>17,4</b>	<b>83,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>21,5</b>	<b>19,7</b>	<b>15,7</b>	<b>71,5</b>
<b>130,1</b>	<b>118,0</b>	<b>189,0</b>	<b>542,8</b>	<b>TOTAL</b>	<b>99,5</b>	<b>85,8</b>	<b>140,4</b>	<b>319,4</b>
101,7	93,7	132,1	402,5	dont émissions intérieures	73,9	69,6	90,9	206,9
28,4	24,3	56,9	140,3	dont émissions internationales	25,6	16,2	49,5	112,4

(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 29 mai 1995

Globalement, les émissions brutes réglées au cours du premier trimestre se sont élevées à 118 milliards de francs (130 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (77 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 2,5 % l'ont été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. Nette des amortissements, la collecte globale s'est élevée à 86 milliards de francs, en baisse de 14 milliards sur celle du trimestre précédent.

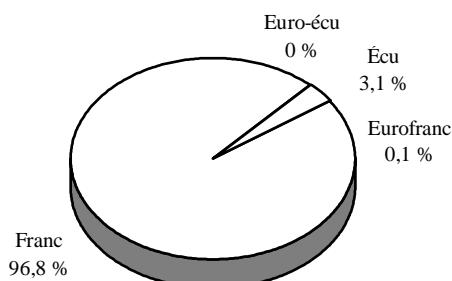
### 1.2. L'activité des émetteurs résidents

Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est revenue de 107 milliards de francs à 94 milliards d'un trimestre sur l'autre. Nette des amortissements, elle a atteint 66 milliards de francs au premier trimestre 1995 (78 milliards le trimestre précédent).

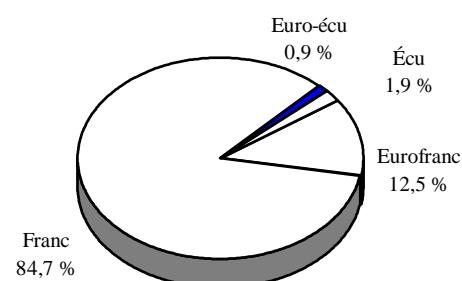
Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (moins de 1 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). En revanche, la part de leurs émissions libellées en écus est restée stable sur chacune des périodes à hauteur de 3 % environ.

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

##### 3 mois 1995

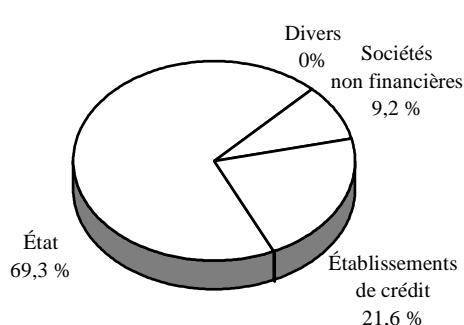


##### Année 1994

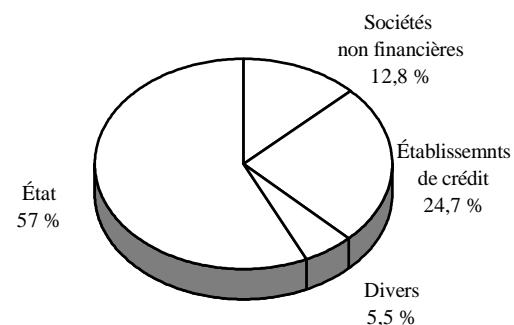


#### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

##### 3 mois 1995



##### Année 1994



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

Mise à jour le 29 mai 1995

## ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)

### Ventilation par marché

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
4 <sup>e</sup> trim. 1994	1 <sup>er</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1994	Année 1994		4 <sup>e</sup> trim. 1994	1 <sup>er</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1994	Année 1994
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
73,0	65,0	67,9	261,5	État	70,9	62,9	66,1	195,1
23,0	20,1	23,3	66,9	Établissements de crédit et assimilés	7,5	5,6	- 6,8	- 17,0
4,9	8,6	16,3	44,4	Sociétés non financières	- 2,6	1,9	8,0	6,1
0,8	-	22,6	24,6	Autres émetteurs résidents	- 1,9	- 0,8	21,6	19,0
<b>101,7</b>	<b>93,7</b>	<b>130,1</b>	<b>397,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>73,9</b>	<b>69,6</b>	<b>88,9</b>	<b>203,3</b>
-	-	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>Non-résidents</b>	-	-	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>
<b>101,7</b>	<b>93,7</b>	<b>132,1</b>	<b>402,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>73,9</b>	<b>69,6</b>	<b>90,9</b>	<b>206,9</b>
1,7	2,9	4,0	8,7	dont émissions en écus (b)	1,7	2,9	4,0	6,5
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
4,0	0,1	31,4	46,3	Établissements de crédit et assimilés	2,7	- 3,5	27,7	32,1
1,4	-	9,3	14,4	Sociétés non financières	1,4	-	7,3	11,9
-	-	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,8	0,5
<b>5,5</b>	<b>0,1</b>	<b>41,5</b>	<b>61,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>4,1</b>	<b>- 3,5</b>	<b>35,8</b>	<b>44,5</b>
<b>22,9</b>	<b>24,2</b>	<b>15,4</b>	<b>78,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>21,5</b>	<b>19,7</b>	<b>13,7</b>	<b>67,9</b>
<b>28,4</b>	<b>24,3</b>	<b>56,9</b>	<b>140,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>25,6</b>	<b>16,2</b>	<b>49,5</b>	<b>112,4</b>
-	-	3,3	5,0	dont émissions en écus	- 1,8	- 4,0	2,4	- 4,3
-	-	3,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	- 1,3	- 2,7	2,9	-

(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 29 mai 1995

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État sont revenues de 73 milliards de francs à 65 milliards.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur trois lignes d'OAT, respectivement à 10 ans (46,7 milliards sur la ligne 7,50 % avril 2005 créée en octobre 1994<sup>1</sup>), à 15 ans (7,2 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008) et à 30 ans (3,7 milliards sur la ligne 6 % octobre 2025). Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une hausse significative en janvier avant de diminuer en février et mars (8 %), affichant alors une hausse de 6 points de base par rapport à l'adjudication du mois de décembre 1994.

Le complément provient du règlement des adjudications d'OAT en écus<sup>2</sup> réalisées les 11 janvier et 8 mars 1995 qui ont porté sur les lignes 6 % avril 2004 (créée en octobre 1993) et 6,75 % avril 2002 (créée en mars 1994). Le montant nominal émis s'est élevé à 517 millions d'écus, soit environ

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 4,5 milliards de francs.

<sup>2</sup> En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1995, la direction du Trésor a privilégié, comme en 1994, un objectif de régularité (contrairement aux objectifs quantitatifs définis les années précédentes). Ainsi, l'État devrait procéder, 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.

3,3 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 8,71 % pour chacune des adjudications, contre 8,59 % en novembre 1994.

Les remboursements d'emprunts effectués au premier trimestre 1995 n'ayant atteint que 2 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 63 milliards (contre 71 milliards le trimestre précédent). Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec près de 90 % des émissions nettes des résidents), la part de l'État représentait également, à fin mars 1995, plus des deux tiers de la collecte nette globale en francs ou en écus des résidents.

La collecte brute des *autres émetteurs résidents*, réalisée entièrement en francs, a diminué de 5 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 29 milliards environ (dont 0,1 milliard seulement émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 20 milliards de francs (soit près de 70 % de ces fonds). Les *banques* ont levé 3 milliards de francs (5 milliards le trimestre précédent), les *sociétés financières* ont recueilli 2 milliards de francs (3 milliards le trimestre précédent) et les *institutions financières spécialisées* 9 milliards de francs (13 milliards auparavant). Les *caisses d'épargne* et les *institutions financières diverses* ont respectivement émis 2 milliards de francs et 0,4 milliard au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit s'est élevée à 2 milliards de francs (contre 10 milliards au quatrième trimestre 1994).

Les *sociétés non financières* ont légèrement accru, d'un trimestre sur l'autre, leur appel au marché (9 milliards de francs, contre 6 milliards le trimestre précédent). Les *grandes entreprises nationales* ont collecté un peu moins de 7 milliards de francs, en totalité sur le marché intérieur. Les *autres sociétés non financières* ont levé 2 milliards de francs. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un excédent de 2 milliards de francs, en progression de 3 milliards d'un trimestre sur l'autre.

### 1.3. Les principaux événements intervenus au cours du premier trimestre 1995

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>.

Les sept grandes banques françaises qui, aux termes d'un accord intervenu en octobre 1993, avaient relancé l'activité sur le marché primaire intérieur par l'adoption d'un barème de syndication dit « 83/17 » avaient également décidé que ce système de syndication prendrait fin le 31 mars 1995. Désormais, aucune règle ne régit plus la syndication domestique de sorte que le chef de file, pour qui la seule contrainte est de n'être pas autorisé à détenir plus de 35 % du montant d'une émission (ou 45 % s'ils sont deux), peut librement composer le syndicat de placement.

<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 ».

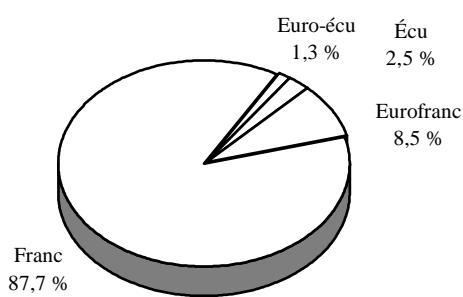
**1.4. Les encours à fin mars 1995**

<b>DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>					
	(en valeur nominale et en milliards de francs)				
	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993	Déc. 1994	Mars 1995
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents.....	2 699	2 893	3 218	3 416	3 483
– par les non-résidents.....	31	31	30	34	34
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents.....	53	69	85	97	101
– par les non-résidents.....	1	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents.....	97	172	292	337	336
– par les non-résidents.....	70	111	186	258	279
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents.....	44	55	53	53	50
– par les non-résidents.....	12	12	12	8	7
<b>TOTAL.....</b>	<b>3 008</b>	<b>3 346</b>	<b>3 877</b>	<b>4 204</b>	<b>4 291</b>
<b>dont dette émise par les résidents.....</b>	<b>2 893</b>	<b>3 190</b>	<b>3 647</b>	<b>3 903</b>	<b>3 970</b>
<b>dont dette émise par les non-résidents.....</b>	<b>115</b>	<b>156</b>	<b>230</b>	<b>301</b>	<b>321</b>
(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris Contrevaleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date nd : non déterminé					
Source et réalisation :	Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				
	Mise à jour le 30 mai 1995				

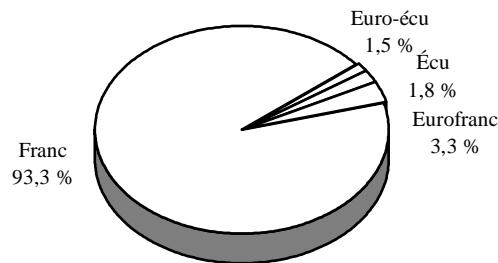
Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait près de 4 000 milliards de francs à fin mars 1995, contre un peu moins de 3 000 milliards à fin 1991. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de moins de 5 % à presque 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 mars 1995, contre 3,3 % auparavant.

**DETTE OBLIGATAIRE DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE**

**Mars 1995**



**Fin 1991**



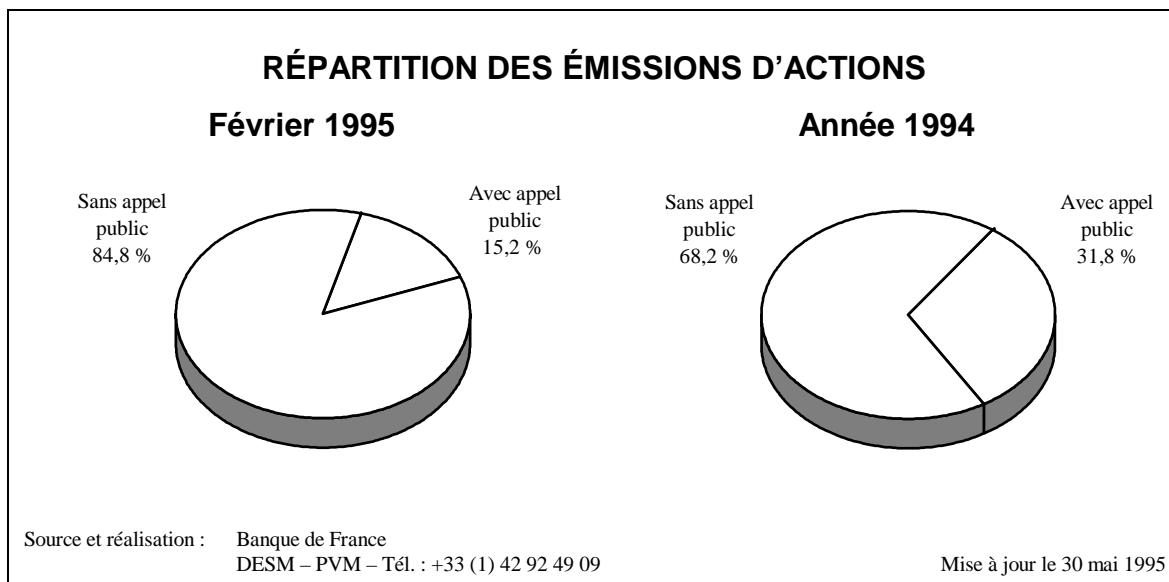
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 30 mai 1995

## 2. Le marché des actions

À fin février 1995<sup>1</sup>, les émissions d'actions réglées en numéraire ont atteint 62 milliards de francs, contre 60 milliards seulement au quatrième trimestre 1994. Le quart environ de ce montant a concerné des titres admis à la cote officielle ou au second marché de la Bourse de Paris et 15 % des émissions réalisées par appel public à l'épargne.

	<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>				
	3 <sup>e</sup> trim. 1994	4 <sup>e</sup> trim. 1994	2 mois 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1994	(en milliards de francs) Année 1994
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT) .....	–	–	–	–	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS .....	13,9	1,3	2,9	10,2	33,9
dont banques .....	9,2	0,7	2,6	4,6	24,6
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ...	58,3	56,7	57,0	60,7	201,3
– GEN (y compris PTT) .....	–	–	–	–	–
– autres sociétés .....	58,3	56,7	57,0	60,7	201,3
COMPAGNIES D'ASSURANCE .....	0,6	2,3	2,0	2,7	5,1
NON-RÉSIDENTS .....	–	–	–	–	–
<b>TOTAL ÉMIS (a) .....</b>	<b>72,8</b>	<b>60,3</b>	<b>61,9</b>	<b>73,6</b>	<b>240,4</b>
dont émissions de titres cotés (b) .....	24,8	8,0	14,1	15,9	66,3
dont émissions avec appel public à l'épargne (c) .....	27,0	7,7	9,4	15,7	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 29 mai 1995				



<sup>1</sup> Les données élaborées par le Crédit lyonnais au titre du mois de mars 1995 ne devraient être disponibles qu'au mois de juin 1995.