

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 21**

**SEPTEMBRE 1995**

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

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

Après un ralentissement marqué au deuxième trimestre, l'activité semble mieux orientée depuis l'été aux États-Unis. À l'inverse, la croissance continue de décélérer au Royaume-Uni et, à un moindre degré, en Allemagne. La reprise ne se manifeste toujours pas au Japon. En Italie et en Espagne, l'économie poursuit sa progression à un taux voisin de 3 %.

La hausse des prix de détail s'est modérée dans la plupart des pays au cours du mois de juillet. Les taux d'intérêt à long terme se sont détendus en Europe, mais ont monté aux États-Unis et au Japon. En revanche, les taux d'intérêt à court terme ont diminué dans l'ensemble des pays.

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

Le mois a été marqué par une nette progression du dollar, particulièrement prononcée contre yen, un regain de fermeté des monnaies flottantes — livre sterling et couronne suédoise, spécialement — et un tassement du deutschemark — par suite notamment de l'assouplissement des conditions monétaires de la Banque fédérale d'Allemagne —, accompagné d'une détente générale des taux d'intérêt en Europe. À la faveur de ces mouvements, mais aussi d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs internationaux et de la publication de statistiques économiques favorables, le franc a poursuivi le mouvement de remontée graduelle amorcé fin mai pour atteindre, le 15 août, son meilleur niveau contre deutschemark depuis octobre 1994.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en août*

L'indice provisoire des prix de détail a enregistré, pour ce mois, une hausse de 0,4 % à 0,5 % — consécutive au relèvement de deux points du taux de TVA —, après une baisse de 0,2 % en juillet, traduisant une augmentation de 1,9 % à 2,0 % sur un an.

Au deuxième trimestre, le PIB a progressé de 0,4 % en volume. Au cours de cette même période, l'activité dans le BTP s'est légèrement redressée, mais le nombre des logements commencés a diminué de 1,2 %, pour l'ensemble des sept premiers mois de l'année, par rapport à la période correspondante de 1994.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est accru de 0,4 % au deuxième trimestre, comme au premier ; le taux de chômage au sens du BIT est revenu de 11,5 % en juin à 11,4 % en juillet.

### *La balance des paiements en juin*

En données FAB-FAB, l'excédent commercial dépasse de nouveau la barre des 10 milliards de francs, tant en données cvs (10,8 milliards, après 8,4 milliards en mai) qu'en données brutes (11,4 milliards). La succession des bons résultats obtenus depuis le début de l'année conduit à un excédent cumulé de 60,4 milliards de francs (cvs), soit 23,4 milliards de plus qu'au premier semestre de 1994, dans un contexte de vive croissance des échanges (+ 13,5 % pour les exportations et + 10,5 % pour les importations d'une période à l'autre).

L'excédent du *compte de transactions courantes* enregistre, en données brutes, une nette hausse (11 milliards de francs, contre 7,4 milliards en mai), tous les postes présentant une amélioration, à l'exception des *revenus*. Cumulé sur l'ensemble du premier semestre, le solde triple d'une année à l'autre (74,2 milliards de francs, au lieu de 25,3 milliards), principalement sous l'effet du renforcement de l'excédent du poste *biens* et de l'allégement du déficit des *revenus*.

Le *compte financier* a dégagé un solde négatif de 39,4 milliards de francs, en raison de fortes sorties dans le cadre des investissements de portefeuille des résidents et surtout des opérations à court terme du secteur bancaire avec les non-résidents. Les flux financiers à *long terme* ont suscité 11,7 milliards de francs de sorties nettes, après des entrées de 5,3 milliards en mai ; les flux à *court terme* (*hors avoirs de réserve*) ont également donné lieu à des sorties nettes, à hauteur de 27,7 milliards de francs, contre des entrées de 11,1 milliards le mois précédent. Les *avoirs de réserve (bruts)* ont été stables.

## Les marchés de capitaux en août

Les marchés de taux d'intérêt ont été bien orientés, en particulier dans la partie courte de la courbe des rendements.

Dans un contexte de poursuite de l'appréciation du franc, les taux courts ont continué de se détendre, en liaison avec la réduction à deux reprises du taux des pensions de 5 à 10 jours décidée par le Conseil de la politique monétaire (le 3 août de 7,0 % à 6,50 % et le 31 août de 6,50 % à 6,15 %) et avec la baisse graduelle du loyer de l'argent au jour le jour, qui a représenté au total 5/8 de point.

Le marché obligataire a connu des fluctuations d'ampleur limitée dans des volumes d'échanges réduits du fait de la période estivale, la tendance de fond étant à la détente des taux comme sur la plupart des grands marchés étrangers.

Au cours des derniers jours du mois, les marchés de taux ont cependant connu une légère tension à l'annonce de la démission du ministre de l'Économie et des Finances, puis à la suite d'informations interprétées comme pouvant remettre en cause le rythme de réduction du déficit budgétaire.

D'une fin de mois à l'autre, l'écart OAT-Bund s'est maintenu autour de 65 points de base, après être revenu à 57 points de base en milieu de mois.

L'encours global des titres de créances négociables a gagné près de 21 milliards de francs. Cette progression est à mettre à l'actif des certificats de dépôt, avec une hausse de 5 milliards de francs, mais surtout des billets de trésorerie, dont l'augmentation a dépassé 11 milliards de francs. L'encours des bons à moyen terme est resté stable et celui des bons des institutions et sociétés financières a augmenté de 3 milliards de francs. Les taux d'intérêt payés par les émetteurs se sont inscrits en baisse et les entreprises jugent leur niveau actuel intéressant. Le marché primaire a fait l'objet d'une activité assez soutenue.

Sur le marché primaire obligataire, la traditionnelle pause estivale, amorcée dès la mi-juillet, s'est prolongée en août et l'activité s'est fortement ralentie.

La tendance à la Bourse de Paris, bien orientée durant les trois premières semaines, s'est nettement dégradée par la suite. Sur l'ensemble du mois, l'indice CAC 40 a enregistré une baisse de 1,9 %.

## Les agrégats monétaires

Au cours du mois de juillet, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 1,0 %. Ce mouvement provient d'une hausse marquée (+ 1,5 %) des placements rémunérés à des taux de marché qui composent l'agrégat M3 – M2, en particulier les comptes à terme et les titres d'OPCVM monétaires. Les agrégats de monnaie étroits ont augmenté de façon modérée : + 0,4 % pour les moyens de paiement (M1) et + 0,6 % pour les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1).

Apprécierées en glissement annuel, entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 1,5 %, celle de M2 à 4,6 % et celle de M3 à 4,3 %.

La croissance de l'épargne contractuelle (P1) est restée très ferme (+ 1,2 % au cours du mois de juillet, + 11,2 % sur les douze derniers mois). Sur un an, l'évolution des plans d'épargne-logement (+ 13,1 %) et des plans d'épargne populaire (+ 15,0 %) demeure dynamique.

À fin juin, la croissance de l'endettement intérieur total, en glissement sur douze mois, s'est de nouveau renforcée (+ 5,3 %, après + 4,7 % à fin mai). Le développement des financements levés sur les marchés de capitaux internes est resté soutenu (+ 13,8 % sur un an). La reprise de la progression des crédits à l'économie s'est confirmée (+ 0,7 % au cours du mois de juin, + 1,2 % sur douze mois).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

#### Le gouvernement et la politique générale

##### *Les finances publiques*

- 22 août** Les recettes fiscales nettes de l'État ont diminué de 0,6 % au premier semestre par rapport à la période correspondante de 1994.

##### *Les nominations*

- 25 août** Alain Madelin démissionne de son poste de ministre de l'Économie et des Finances. Il est remplacé par Jean Arthuis, jusqu'alors ministre du Développement économique et du Plan, qui devient ministre de l'Économie, des Finances et du Plan.

- 30 août** Le Conseil des ministres nomme Henri Guaino commissaire au Plan, en remplacement de Jean-Baptiste de Foucauld, et François Henrot, précédemment président de la Compagnie bancaire, PDG de France Télécom en remplacement de Marcel Roulet.

##### *Les mesures en faveur de l'agriculture*

- 27 août** Le ministre de l'Agriculture annonce des mesures exceptionnelles pour la filière bovine, représentant une enveloppe de FRF 500 millions.

##### *Les réquisitions de logements*

- 28 août** Le ministre du Logement annonce la réquisition de 500 logements vides situés en région parisienne et appartenant à des investisseurs institutionnels.

##### *Les privatisations*

- 29 août** Un décret assouplit les procédures de cession hors marché en n'obligant plus le gouvernement à lancer systématiquement un appel d'offres.

#### La Banque de France et la politique monétaire

- 3 août** La Banque de France ramène le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 7,0 % à 6,5 %.

- 23 août** Le Conseil des ministres nomme Paul Marchelli, ancien président de la CFE-CGC, au Conseil de la politique monétaire en remplacement de Michel Sapin.

- 31 août** La Banque de France abaisse le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 6,50 % à 6,15 %. Dans la foulée, les banques annoncent la réduction du taux de base bancaire de 8,25 % à 7,90 % à compter du 4 septembre.

## Les principaux indicateurs conjoncturels

### *La production industrielle*

- 8 août** Selon l'enquête trimestrielle de l'INSEE, en juillet le taux d'utilisation des capacités de production est demeuré inchangé par rapport à avril, à 84,8 %.
- 17 août** Au premier trimestre, l'indice trimestriel de la production industrielle (hors BTP) calculé par l'INSEE a progressé de 1,2 % par rapport aux trois mois précédents. Sur les mêmes bases, la production manufacturière s'est accrue de 0,9 %.
- 30 août** En juin, la production industrielle et la production manufacturière ont diminué de 0,4 % par rapport à mai. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, ces indices mensuels font ressortir une augmentation de 0,7 % de la production industrielle par rapport aux trois premiers mois de l'année et un recul de 0,2 % de la production manufacturière.

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

- 10 août** Selon l'INSEE, le nombre de défaillances jugées en décembre 1994, janvier et février 1995 a diminué de 2,3 % (données cvs) par rapport aux trois mois précédents. Sur un an, il a baissé de 8,7 %.

### *Les immatriculations d'automobiles*

- 1<sup>er</sup> août** En juillet, les immatriculations ont chuté de 8,7 % par rapport à juillet 1994. Sur les sept premiers mois de l'année, elles ressortent néanmoins en hausse de 4,7 % par rapport à la période correspondante de 1994.

### *Les mises en chantier de logements*

- 29 août** Au cours des sept premiers mois de l'année, elles ont diminué de 1,2 % par rapport à la période correspondante de 1994, selon le ministère de l'Équipement.

### *L'emploi*

- 2 août** Selon l'Unedic, le nombre des allocataires des Assedic a augmenté de 2,2 % en juin par rapport à mai (données cvs), s'établissant à 2 628 200 unités, en recul toutefois de 3,0 % sur un an.
- 3 août** En juin, le nombre des demandeurs d'emploi, comptabilisés à partir de ce mois de façon plus restrictive, s'élevait à 2 936 300 unités. Pour le neuvième mois consécutif, il a diminué, de 0,8 % (5,3 % sur un an) selon les anciens critères ou de 0,5 % (2,7 % sur un an) selon le nouveau mode de calcul. Le taux de chômage au sens du BIT est revenu de 11,6 % en mai à 11,5 %.
- 9 août** Selon les résultats définitifs et exhaustifs de l'Unedic, l'emploi salarié a augmenté de 1,4 % en 1994, s'établissant à 13 584 000 unités au 31 décembre dernier.
- 11 août** Au deuxième trimestre, les effectifs se sont accrus de 0,4 % dans les secteurs marchands non agricoles, soit 63 000 postes supplémentaires qui portent à 225 100 le nombre des créations d'emploi entre juillet 1994 et juillet 1995.

***Les salaires***

**11 août** Au deuxième trimestre, le taux de salaire horaire ouvrier a augmenté de 1,1 %, après une hausse de 0,8 % au cours des trois mois précédents. Sur un an, il a progressé de 2,8 %.

***Les prix***

**22 août** Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont diminué de 0,2 % en juillet, leur hausse en glissement annuel revenant à 1,5 %, contre 1,6 % en juin.

***Les comptes extérieurs***

**11 août** En mai, la balance des transactions courantes a enregistré un excédent de FRF 7,4 milliards (cvs), après 1,7 milliard en avril. Sur les cinq premiers mois de l'année, le solde positif cumulé atteint FRF 63,2 milliards (cvs), contre 25,8 milliards pour la période correspondante de 1994.

**25 août** En juin, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 10,78 milliards (cvs). Sur l'ensemble du premier semestre, l'excédent cumulé atteint FRF 60,4 milliards, contre 36,9 milliards pour les six premiers mois de 1994.

## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> août** Aux États-Unis, augmentation, de 45,7 à 50,5, de l'indice des directeurs d'achats en juillet.
- 2 août** Plan japonais destiné à développer les exportations de capitaux et enrayer la hausse du yen.  
Interventions concertées à l'achat de dollars.  
Aux États-Unis, progression de 0,2 % des indicateurs avancés.  
Au Royaume-Uni, déficit commercial de GBP 860 millions en mai.
- 3 août** En Italie, adoption par le Sénat du projet de loi sur la réforme des pensions.  
Au Danemark, réduction de 6,05 % à 5,90 % du taux des pensions de la Banque nationale et baisse de 5,75 % à 5,50 % du taux d'escompte.
- 4 août** Aux États-Unis, remontée à 5,7 % du taux de chômage et création de seulement 55 000 emplois non agricoles en juillet.  
En Allemagne, M. Gaddum — membre du Conseil de la Banque fédérale — s'étonne que les banques allemandes continuent à soumissionner à 4,50 % et au-dessus lors des appels d'offres.  
En Italie, adoption en seconde lecture du projet de réforme des pensions par la Chambre des députés.
- 7 août** En Italie, hausse de 0,1 % des prix en juillet (5,6 % sur l'année).
- 8 août** Début de l'opération de refinancement trimestriel du Trésor américain.  
En Allemagne, recul de 2,556 millions en juin à 2,551 millions en juillet du nombre de chômeurs dans la partie occidentale. Progression de 0,4 % de M3 en juin (3,7 % en rythme annuel).  
Au Royaume-Uni, baisse de 0,3 % de la production industrielle.
- 9 août** En Allemagne, abaissement de 4,50 % à 4,45 % du taux des pensions de la Banque fédérale.  
En Belgique, réduction de 4,50 % à 4,45 % du taux central de la Banque nationale et de 5,75 % à 5,70 % du taux des prêts en fin de journée.
- 10 août** Aux États-Unis, stabilité des prix à la production en juillet.
- 11 août** Aux États-Unis, progression de 0,2 % des prix à la consommation en juillet. Tassement de 0,1 % des ventes de détail.  
En Espagne, hausse de 4,7 %, en glissement annuel, des prix à la consommation en juillet.
- 15 août** Interventions concertées à l'achat de dollars.  
Au Japon, réduction à 9,43 milliards de dollars de l'excédent commercial en juillet.

- 16 août** Aux États-Unis, augmentation de 0,1 % de la production industrielle en juillet.  
Au Royaume-Uni, hausse à 8,3 % du taux de chômage et progression de 0,4 % des ventes de détail en juillet.
- 17 août** Aux États-Unis, déficit de 11,31 milliards de dollars de la balance commerciale en juin (déficit bilatéral avec le Japon : 5,29 milliards).  
Au Royaume-Uni, baisse de 0,5 % des prix de détail en juillet.
- 18 août** En Suède, le Premier ministre Carlsson annonce sa démission en mars 1996.  
Aux Pays-Bas, la Banque centrale abaisse de 4,1 % à 4,0 % le taux de ses avances spéciales.
- 21 août** Au Royaume-Uni, révision en baisse à 0,5 % du taux de croissance au deuxième trimestre. Déficit commercial de 856 millions de livres sterling en juillet.  
En Allemagne, baisse de 0,1 % des prix à la production en juillet.
- 22 août** En Allemagne, recul de 0,4 % de M3 en juillet.  
En Italie, hausse de l'indice des prix de détail de 0,3 % en juillet (5,7 % sur l'année).
- 23 août** En Allemagne, la Banque fédérale alloue DEM 50,5 milliards lors de sa prise en pension à 14 jours, dont 25 % au taux minimum de 4,39 %, contre 4,45 % la semaine précédente.  
En Belgique, la Banque nationale ramène le taux central de 4,45 % à 4,40 %, et celui de ses prêts à la journée de 5,70 % à 5,65 %.  
Aux États-Unis, à l'issue de la réunion du Comité fédéral de l'open market, la Banque de réserve fédérale de New York maintient inchangées ses conditions monétaires.
- 24 août** En Allemagne, baisse de 0,1 % du coût de la vie en août en Hesse, Rhénanie-du-Nord-Westphalie, et Bade-Würtemberg.  
Aux États-Unis, diminution de 1,7 % des commandes de biens durables en juillet.  
En Italie, M. Dini indique qu'un retour de la lire dans le mécanisme de change européen dès octobre pourrait être envisagé.  
Aux Pays-Bas, baisse de 3,75 % à 3,50 % du taux des avances de la Banque centrale et de 4,0 % à 3,90 % du taux de ses avances spéciales.
- 25 août** En Allemagne, la Banque fédérale, à l'issue de son Conseil, abaisse de 4,0 % à 3,5 % le taux d'escompte et de 6,0 % à 5,5 % le taux Lombard.  
En Belgique, la Banque nationale ramène son taux d'escompte de 4,0 % à 3,5 %, ainsi que le taux des avances hors plafond de 8,75 % à 8,0 %.  
En Autriche, la Banque centrale abaisse son taux d'escompte de 4,0 % à 3,5 % et son taux « Gomex » de 4,45 % à 4,35 %. Le taux Lombard reste inchangé à 5,25 %.  
Au Danemark, la Banque nationale ramène le taux d'escompte de 5,5 % à 5,0 % et le taux des appels d'offres à 14 jours de 5,90 % à 5,65 %.  
En Grèce, la Banque centrale abaisse de 9,50 % à 8,50 % son taux d'escompte, de 23 % à 22 % son taux Lombard, et de 15,2 % à 14,9 % son taux d'intervention au jour le jour.

En Irlande, la Banque centrale diminue de 25 points de base son taux des avances à court terme et le taux des dépôts à 24 heures, respectivement à 7,0 % et 3,75 %.

En Italie, M. Masera — ministre du Budget — explique que le cours actuel de la lire pourrait être approprié pour entamer les négociations sur le retour de cette monnaie dans le mécanisme de change européen.

Au Portugal, baisse de 8,50 % à 8,25 % du taux plancher de la Banque centrale.

En Russie, plusieurs banques connaissent des problèmes de liquidité ; le taux au jour le jour s'élève à 1 000 %.

**28 août** En Grèce, la Banque centrale réduit de 100 points de base son taux d'escompte et son taux Lombard qui passent respectivement à 18,5 % et 22,0 %.

Au Portugal, la Banque centrale réduit le taux de ses avances spéciales, de 11,5 % à 11,0 %. Le taux d'absorption est également abaissé, de 8,5 % à 8,25 %.

**29 août** Aux États-Unis, l'indice de confiance de consommation s'établit à 101 en août.

Rencontre entre MM. Kohl et Dini à Stresa.

**30 août** En Allemagne, à l'occasion de sa prise en pension à 14 jours, la Banque fédérale réduit son taux minimum à 4,30 %, contre 4,39 % la semaine précédente.

En Belgique, la Banque nationale ramène son taux central de 4,40 % à 4,30 %. Le taux des prêts en fin de journée est abaissé, de 5,65 % à 5,55 %.

Aux États-Unis, révision en hausse à 1,1 % du taux de croissance du PIB au deuxième trimestre ; déflateur + 1,6 %.

Au Japon, difficultés de deux établissements de crédit : Kizu et Hyogo Bank.

**31 août** En Autriche, baisse, de 4,35 % à 4,25 %, du taux « Gomex » de la Banque nationale.

Aux États-Unis, augmentation de 0,7 % des revenus des ménages et de 0,2 % des dépenses des ménages en juillet. Diminution de 1,3 % des commandes à l'industrie en juillet.

**1<sup>er</sup> septembre** En Autriche, la Banque nationale abaisse le taux de prise en pension, de 4,30 % à 4,25 %.

**5 septembre** En Allemagne, la Banque fédérale réduit à nouveau son taux des prises en pension, le ramenant de 4,30 % à 4,20 %.

**6 septembre** En Belgique, la Banque nationale réduit le taux central, de 4,30 % à 4,20 %, et le taux des prêts en fin de journée, de 5,55 % à 5,45 %.

**7 septembre** Au Danemark, la Banque nationale réduit le taux de ses prises en pension à deux semaines, de 5,65 % à 5,50 %.

**8 septembre** En Autriche, la Banque nationale abaisse le taux des prises en pension de 10 points de base, à 4,15 %.

Au Japon, la Banque centrale ramène le taux d'escompte de 1,0 % à 0,5 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Après un ralentissement marqué au deuxième trimestre, l'activité, aux États-Unis, semble mieux orientée depuis l'été. À l'inverse, la croissance continue à décélérer au Royaume-Uni et, à un moindre degré, en Allemagne. La reprise ne se manifeste toujours pas au Japon. En Italie et en Espagne, l'économie poursuit sa progression à un rythme voisin de 3 %. La hausse des prix de détail s'est modérée dans la plupart des pays au cours du mois de juillet. Les taux d'intérêt à long terme se sont détendus en Europe, mais ont monté aux États-Unis et au Japon. En revanche, les taux d'intérêt à court terme ont diminué dans l'ensemble des pays.

La hausse des **prix de détail** s'est modérée dans la plupart des grands pays de l'OCDE au mois de juillet. Dans deux pays qui avaient connu une accélération significative de l'inflation ces derniers mois, l'Espagne et le Royaume-Uni, les données pour le mois de juillet indiquent une stabilisation au Royaume-Uni (à 3,5 % en glissement annuel) et même un ralentissement en Espagne (+ 4,7 % en juillet, après 5,1 % en juin). Au Japon, les prix ont reculé de 0,7 %, en juillet, par rapport au mois précédent. Les données disponibles pour le mois d'août en Italie témoignent au contraire d'une poursuite de l'accélération de l'inflation, qui passe en glissement annuel de 5,6 % en juillet à 5,8 %.

Les **taux d'intérêt** à long terme se sont tendus aux États-Unis et au Japon au mois d'août, ce qui contraste avec la détente constatée sur les marchés européens. La baisse a été particulièrement accusée en Espagne (- 41 points de base). En revanche, les taux à court terme se sont détendus, ou au moins stabilisés, dans tous les grands pays de l'OCDE. Le repli a été très important en Italie (- 49 points de base).

Aux **États-Unis**, le chiffre de la croissance au deuxième trimestre a été nettement révisé à la hausse, à 1,1 %, en rythme annuel, et non 0,5 % comme annoncé fin juillet. Il reste cependant largement en deçà du rythme de progression enregistré au premier trimestre (2,7 %). Les données font en particulier apparaître une décélération de l'investissement (11,4 %, après 21,5 %) et une contraction de la construction (- 13,9 %, après - 3,4 %). Néanmoins, cette deuxième estimation montre une croissance plus soutenue de la consommation, qui s'accroît de 3,4 %, alors qu'elle n'avait progressé que de 1,6 % au premier trimestre.

Les indicateurs les plus récents traduisent une activité économique dans l'ensemble mieux orientée : la situation dans le secteur du logement est plus favorable (en juillet, progression de 6,7 % sur un mois des mises en chantier de logements, et de 2 % des dépenses de construction), malgré un ralentissement des ventes de maisons individuelles. La production industrielle, hors bâtiment, s'est accrue en juillet, de 0,2 %, pour la première fois depuis février dernier ; en revanche, la production manufacturière s'est contractée, sur le même mois, de 0,2 % et les commandes à l'industrie ont enregistré leur cinquième recul en six mois.

Enfin, les incertitudes relatives à la conjoncture favorisent un comportement de précaution, qui s'est traduit en juillet par une stabilité des dépenses de consommation, en volume, et une hausse du taux d'épargne (4,2 %, contre 3,8 % en juin) ; les revenus se sont, pour leur part, accrus de 0,4 %, comme en juin. Le taux de chômage est revenu à 5,6 % en août, contre 5,7 % en juillet, avec un rythme plus soutenu de créations d'emplois, qui ont concerné l'ensemble des secteurs de l'économie.

Au **Japon**, la conjoncture reste extrêmement morose. Les dépenses de consommation des ménages, en volume, ont accusé en juin une baisse de 0,6 % sur un an, après avoir progressé en avril et en mai. Les ventes dans les grands magasins se sont contractées en juillet de 2,7 % par rapport à juillet 1994, après déjà un recul de 1,5 % en juin. La production industrielle a, pour sa part, enregistré son quatrième mois consécutif de repli, avec un glissement mensuel de -2,4 % en juillet, et la dernière enquête de conjoncture de la Banque du Japon fait ressortir le sentiment d'une détérioration du climat des affaires. Dans le secteur de la construction, où une inversion de la tendance est espérée à partir de septembre, le mois de juillet a connu un léger ralentissement du recul des mises en chantier de logements (-11,2 % sur un an, contre -15,7 % en juin), tandis que les commandes à l'industrie continuent de croître. Le taux de chômage est resté stable en juillet, à 3,2 %. La décrue des excédents extérieurs se poursuit : exprimés en dollars, l'excédent des paiements courants a baissé de 10,3 % sur les sept premiers mois de l'année par rapport à la même période de 1994, et l'excédent commercial de 1,3 %.

En **Allemagne**, la publication des chiffres d'évolution du PIB au premier semestre 1995 montre que le rythme de croissance se ralentit. Pour l'ensemble du semestre, la progression du PIB pour l'Allemagne entière est de 2,6 % en glissement annuel, contre 2,8 % sur la même période de 1994. Les moteurs de la croissance ont été l'investissement et les exportations, alors que l'évolution de la consommation a été freinée par

la réintroduction de l'impôt dit « supplément de solidarité » de 7,5 % sur l'ensemble des revenus le 1<sup>er</sup> janvier. Le PIB de la partie occidentale a augmenté de 2,1 % en glissement annuel, contre 2,2 % au premier semestre de 1994 et le taux de croissance dans les nouveaux Länder est de 7,0 %, contre 8,9 % au premier semestre 1994.

En août, le taux de chômage brut pour l'ensemble de l'Allemagne, à 9,3 %, n'est qu'en très légère diminution par rapport au mois de juillet (9,4 %), comme par rapport à août 1994 (9,4 % également).

En juin, la balance des paiements courants a de nouveau affiché un solde déficitaire (-0,9 milliard de deutschemarks, après -0,1 milliard en mai). Sur les six premiers de l'année, le déficit des paiements courants atteint 5,4 milliards de deutschemarks, contre 3,7 milliards sur la même période de 1994. Affectées par l'appréciation du deutschemark, les exportations au deuxième trimestre ont augmenté nettement moins fortement qu'au premier (+4,0 %, après +11,2 %), tandis que le rythme de croissance des importations s'est également ralenti (+3,5 % au deuxième trimestre, après 8,1 %).

Au **Royaume-Uni**, la croissance du PIB au deuxième trimestre 1995 a été révisée à 0,5 % en glissement trimestriel (contre 0,6 % précédemment annoncé), après 0,7 % au premier trimestre, et à 2,8 % en glissement annuel, après 3,8 % au premier trimestre 1995. La production industrielle marque également des signes de ralentissement, avec une croissance en glissement annuel de 1,7 % en juillet, après 1,8 % en juin et 5,1 % en juillet 1994. Cet essoufflement de l'activité s'est traduit par une légère hausse du nombre de chômeurs, de 1 700 unités au mois de juillet, pour la première fois depuis 23 mois, le taux de chômage restant toutefois inchangé à 8,3 %.

En **Italie**, selon les enquêtes de conjoncture de l'ISCO, l'indice de confiance des ménages se redresse de façon continue depuis le mois de mars (+8,2 % entre mars et juin). Ce regain d'optimisme est à rapprocher de la hausse de 1,5 % de l'emploi total constatée au deuxième

trimestre 1995. Les salaires réels sont certes toujours orientés à la baisse, mais de manière moins prononcée en juillet (-2,4 % en glissement annuel) qu'en juin (-3,0 %). Enfin, la demande étrangère paraît toujours soutenue.

En **Espagne**, selon des données provisoires, la croissance du PIB au deuxième trimestre 1995 aurait été légèrement supérieure à 3,0 %, après 3,1 % au premier trimestre. Le maintien d'un rythme relativement soutenu de croissance de l'activité a permis de réduire le nombre de chômeurs de 65 345 unités en juillet, ramenant le taux de chômage à 15,2 %, contre 15,7 % en juin.

Il s'agit du sixième mois consécutif de baisse du chômage. La balance commerciale se dégrade : le déficit cumulé sur les sept premiers mois de 1995 s'est accru de 25 % par rapport à la période correspondante de 1994, les exportations ayant progressé, en termes réels, de 9,7 % sur cette période, contre 12,0 % pour les importations. La baisse de la production agricole a sans doute fortement pesé sur le dynamisme des exportations. Mais il semble aussi que la reprise de l'activité se traduise par d'importants flux d'importations, en raison de la faible adéquation de la production locale de biens d'équipement au mouvement de réinvestissement.

### 3.2. L'évolution des principales devises

Le mois a été marqué par une nette progression du dollar — particulièrement prononcée contre yen —, un regain de fermeté des monnaies flottantes et un tassement du deutschmark accompagné d'une détente générale des taux d'intérêt en Europe.

Une première vague d'achats sur le **dollar** a été déclenchée avec la présentation, le 2 août, par le ministère des Finances japonais, d'un plan destiné à favoriser les exportations de capitaux et contrarier l'appréciation du yen. Ces mesures, renforcées par des interventions coordonnées de banques centrales, le bon déroulement de l'opération de refinancement trimestriel du Trésor américain et un premier signe de détente monétaire en Allemagne (baisse de 6 points du taux des prises en pension) ont assuré une remontée progressive de la monnaie des États-Unis au cours de la première quinzaine.

Un nouvel élan a été donné à celle-ci par des interventions concertées effectuées le 15 août par plusieurs banques centrales. Le fort impact psychologique de cette action, puis l'annonce d'une contraction de l'excédent commercial japonais en juillet et l'abaissement d'un demi-point des taux directeurs allemands — le 24 août — ont permis à la devise américaine d'atteindre brièvement 1,4990 deutschmark. Des prises de bénéfices, des cessions importantes de dollars par des exportateurs européens et le recul des taux américains suscité par la publication de statistiques mettant en évidence un certain ralentissement de l'économie des États-Unis ont entraîné un repli de la devise américaine entre le 25 août et le 29 août. Le 30 août, le dollar se renforçait en liaison avec une nouvelle détente des taux en Allemagne et avec les difficultés du système bancaire japonais, mais se repliait à nouveau dès le lendemain.

Parmi les principales devises flottantes, la **livre sterling** a largement évolué dans le sillage du dollar et a donc été globalement bien orientée.

Elle a en outre bénéficié d'achats substantiels dans le cadre de l'OPA de Rhône-Poulenc Rorer sur Fisons.

Le **franc suisse** est également apparu très ferme, tirant avantage à la fois du maintien inchangé des taux helvétiques et de son statut de monnaie refuge.

La **couronne suédoise** a poursuivi le redressement entamé le mois précédent ; elle a été favorablement influencée, en particulier, par une prévision d'un besoin de financement du secteur public en 1995 plus faible qu'initialement anticipé. L'annonce par le Premier ministre Carlsson de sa démission en mars prochain n'a causé qu'un repli momentané et modéré.

Au sein du Système monétaire européen, la progression du dollar et l'assouplissement des conditions monétaires de la Banque fédérale d'Allemagne (baisses des taux des prises en pensions les 9 août, 23 août et 30 août et baisse des taux directeurs le 24 août) ont provoqué un tassement général du **deutschmark**. Le recul de la monnaie allemande n'a toutefois été que d'ampleur limitée. Les réductions de taux opérées en Allemagne ont été suivies d'initiatives comparables dans les autres pays de l'Union européenne.

Si la **couronne danoise**, le **franc belge** et le **florin** n'ont enregistré que des fluctuations minimes, la **livre irlandaise** — toujours influencée

par les mouvements de la livre sterling — et les monnaies d'Europe du Sud ont connu des évolutions plus heurtées.

Ainsi la **lire**, très bien orientée au cours des trois premières semaines d'août, en raison de l'adoption par le parlement de la loi sur la réforme des retraites et des perspectives de retour de la monnaie italienne dans le mécanisme de change européen (évoqué à plusieurs reprises par M. Dini), a par la suite été plus discutée. Elle a notamment été affectée par des craintes d'élections anticipées à l'approche de la discussion du budget 1996.

La **peseta**, pour sa part, a d'abord fait preuve de bonnes dispositions, avant d'être affaiblie par la mise en cause de M. Gonzalez dans l'affaire du GAL.

Le **franc français** a continué le mouvement de remontée graduelle amorcé fin mai pour atteindre au plus haut 3,4150 pour 1 deutschemark le

15 août, soit son meilleur niveau depuis octobre 1994. Il a bénéficié du tassement du deutschemark mais aussi d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs internationaux et de la publication de statistiques économiques favorables (baisse de 0,2 % des prix en juillet, excédent commercial de 10,8 milliards de francs et baisse de 0,8 % du nombre de demandeurs d'emplois en juin). Dans ces conditions, le taux au jour le jour s'est détendu progressivement de 6 3/8 % à 5 13/16 %, tandis que le taux des pensions à 5-10 jours était ramené en deux étapes, le 3 août et le 31 août, de 7,0 % à 6,15 %.

La moins bonne tenue du dollar en fin de période, et surtout la démission inattendue de M. Madelin et les interrogations qu'elle a engendrées sur les marchés quant aux orientations de la politique budgétaire et sociale, ont entraîné un repli relatif et temporaire du franc : les cours du deutschemark à Paris ont atteint 3,4590, le 28 août, tandis que l'écart de rendement entre *Bund* et *OAT* se creusait, de 52 points au plus bas le 16 août, à 72 points et que les taux monétaires remontaient d'environ 25 points de base. Ces tensions devaient toutefois se dissiper en grande partie dès le 29 août.

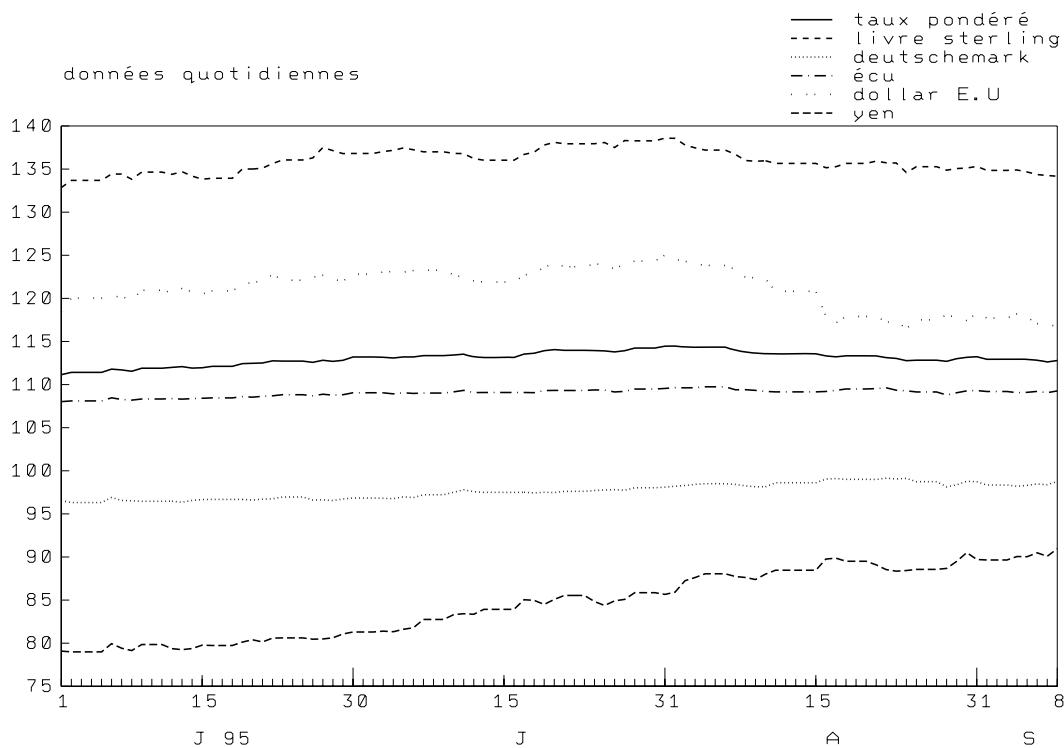
<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
		(en francs)		
Principales monnaies étrangères à Paris		31 juillet 1995	31 août 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	4,767	5,038	5,68
Écu privé.....	1 XEU	6,4225	6,437	0,23
Allemagne.....	100 DEM	345,76	343,59	- 0,63
Belgique.....	100 BEF	16,818	16,7085	- 0,65
Pays-Bas .....	100 NLG	308,59	306,67	- 0,62
Danemark.....	100 DKK	88,93	88,50	- 0,48
Espagne.....	100 ESP	4,021	4,0235	0,06
Portugal.....	100 PTE	3,31	3,31	
Irlande .....	1 IEP	7,8615	8,0075	1,86
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,6415	7,8265	2,42
Italie .....	1000 ITL	3,0085	3,1095	3,36
Grèce.....	100 GRD	2,133	2,136	0,14
Suède .....	100 SEK	67,74	69,04	1,92
Finlande .....	100 FIM	113,92	114,76	0,74
Autriche .....	100 ATS	49,154	48,86	- 0,60
Norvège .....	100 NOK	78,00	78,61	0,78
Suisse .....	100 CHF	416,44	419,07	0,63
Japon.....	100 JPY	5,4282	5,1832	- 4,51

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
(en pourcentage)				
	1 mois		3 mois	
	31 août 1995	31 juillet 1995	31 août 1995	31 juillet 1995
Dollar .....	5,812	5,813	5,875	5,813
Livre sterling .....	6,687	6,75	6,75	6,812
Deutschmark .....	4,25	4,50	4,25	4,50
Franc suisse .....	2,875	2,625	2,875	2,687
Franc français .....	5,775	6,31	5,81	6,185

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

Mise à jour le 31 août 1995

## TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



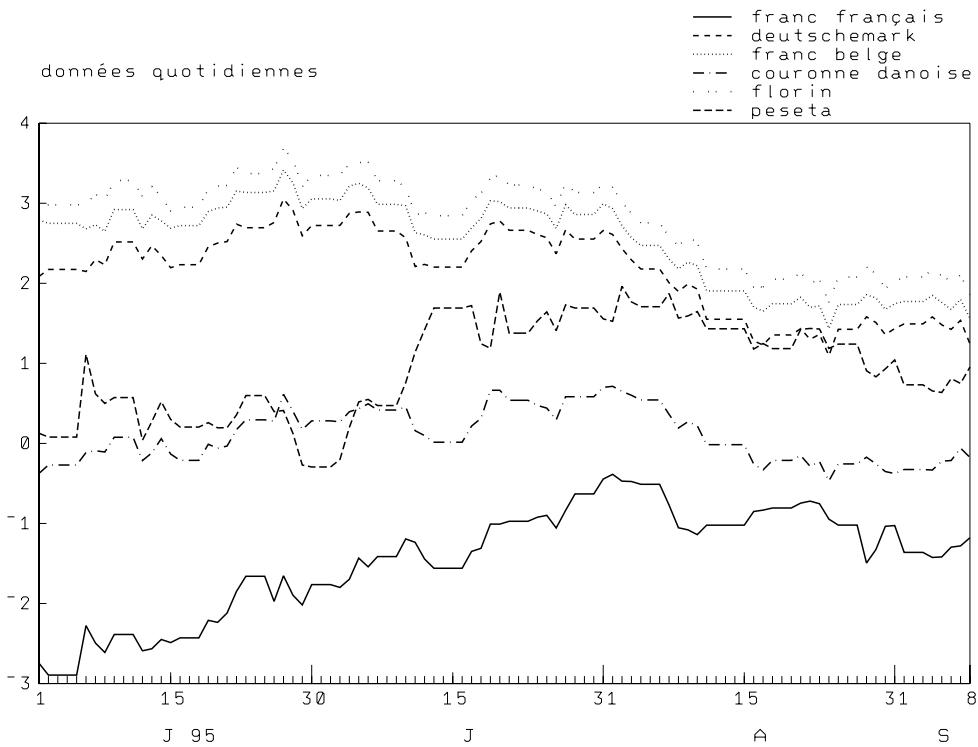
Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 19 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

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 11 septembre 1995

Depuis la fin du mois de juillet, le franc français s'est bien comporté vis-à-vis du deutschemark, de l'écu et, surtout du yen. En revanche, le dollar s'est nettement apprécié durant la première quinzaine d'août. De son côté, la livre sterling s'est légèrement raffermie 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.

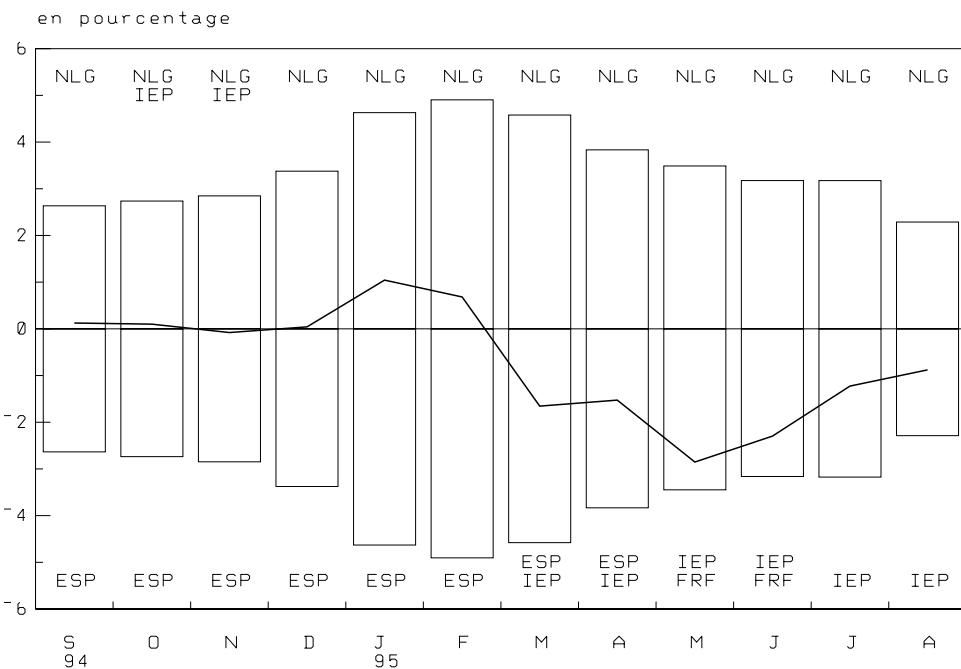
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

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

Mise à jour le 11 septembre 1995

Durant la période considérée, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen ne s'est que légèrement écartée de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge). La situation de la peseta s'est, dans l'ensemble, dégradée.

## 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.

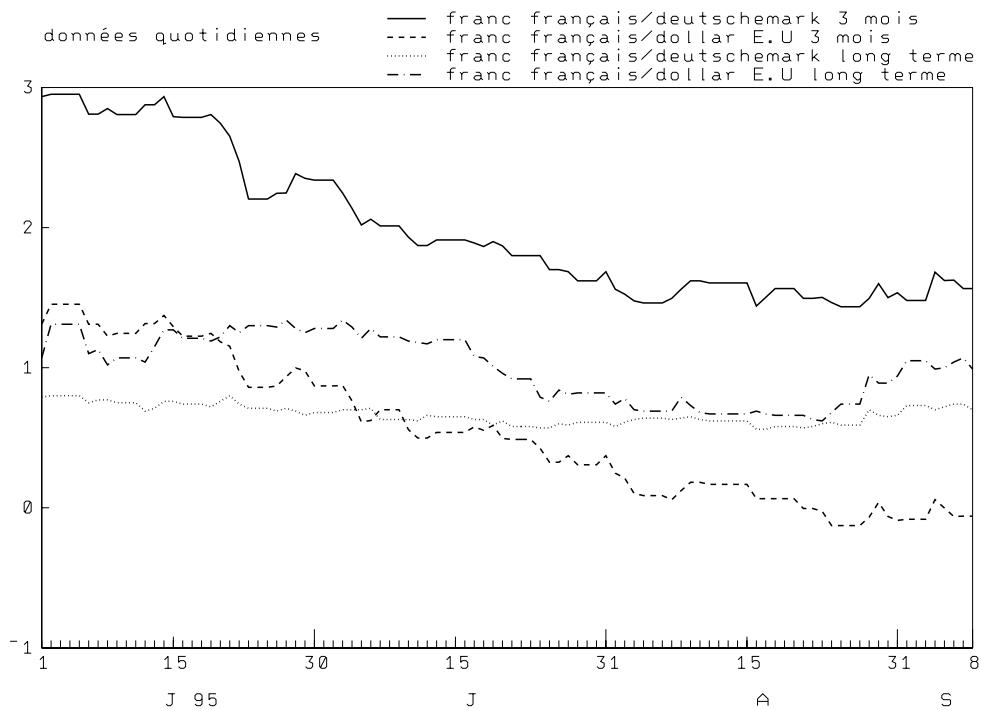
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

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

Mise à jour le 11 septembre 1995

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin est resté durant tout le mois d'août en opposition avec la livre irlandaise qui a enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est réduit, atteignant son niveau le plus bas depuis un an.

## 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 11 septembre 1995

D'une fin de période à l'autre, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne a peu varié, l'abaissement des conditions monétaires s'étant poursuivi au même rythme dans les deux pays. En revanche, l'écart a continué de se resserrer avec les États-Unis, où les taux sont demeurés pratiquement stables.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, les écarts entre les taux français et, d'une part les taux allemands, d'autre part les taux américains, se sont creusés après la mi-août, sous l'effet de la détente des taux en Allemagne et, plus encore, aux États-Unis.

### 3.3. Le marché de l'or

Au cours du mois d'août, le cours de l'once d'**or** est resté confiné dans une étroite fourchette allant de 381 dollars à 386 dollars. Le métal précieux n'a quasiment pas réagi aux

interventions concertées de soutien du dollar, le 15 août, et à la baisse des taux directeurs allemands, le 24 août. Il clôture à 381,65 dollars l'once le 31 août.

<b>COURS DE L'OR</b>			
	Au 31 juillet 1995	Au 31 août 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	58 800,00	62 100,00	5,61
Lingot (le kg).....	58 600,00	62 250,00	6,23
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	337,00	361,00	7,12
Vreneli .....	343,00	358,00	4,37
Union latine .....	341,00	358,00	4,99
Souverain.....	446,00	457,00	2,47
20 dollars .....	120,00	120,50	0,42
Peso mexicain.....	2 200,00	2 310,00	5,00
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars).	383,35	381,50	-0,48
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			Mise à jour le 31 août 1995

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

## 4.1. La conjoncture économique en août 1995<sup>1</sup>

### Les indicateurs

En août, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une hausse de 0,4 % à 0,5 %, succédant à une baisse de 0,2 % en juillet. Sur un an, la hausse des prix a été de 1,9 % à 2,0 % (contre 1,5 % en juillet).

Les comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre 1995 font ressortir une augmentation du PIB de 0,4 % en volume (après + 0,7 % au trimestre précédent).

L'activité dans le BTP s'est légèrement redressée au deuxième trimestre 1995, après avoir fléchi au premier. Cependant, le nombre de logements commencés au cours des sept premiers mois de l'année s'inscrit en baisse de 1,2 % par rapport à la période correspondante de 1994.

Après une progression de 0,4 % au premier trimestre, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre 1995, pour atteindre un total de 14 683 800 postes.

En juillet, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) est passé à 3 214 100 unités, en baisse de 0,6 %, contre 0,5 % en juin. En glissement annuel, le chômage marque une diminution de 3,5 %, contre 3,2 % en juin.

Le taux de chômage au sens du BIT s'établit à 11,4 %, contre 11,5 % en juin. Sur un an, il a fléchi de 0,9 point.

<sup>1</sup> La Banque de France ne réalise pas d'enquête mensuelle de conjoncture pour le mois d'août, faute d'un nombre suffisant d'informateurs.

## 4.2. La balance des paiements en juin 1995 et au deuxième trimestre 1995

Un large excédent du *compte de transactions courantes* a été enregistré en juin, s'établissant à 16,2 milliards de francs (+ 11 milliards en données corrigées des variations saisonnières — cvs —, au lieu de 5,2 milliards en mai). Il s'explique par les performances du commerce extérieur de marchandises (11,4 milliards de francs en données brutes FAB-FAB balance des paiements, au lieu de 6,8 milliards en mai), par la bonne orientation des services, notamment des voyages (7 milliards de francs, contre 5 milliards le mois précédent), et par les moindres sorties au titre des transferts courants des administrations publiques (- 0,2 milliard de francs, contre - 5,2 milliards en mai).

Le résultat du mois de juin porte l'excédent de ce compte à 29,5 milliards de francs au deuxième trimestre, après + 36,2 milliards au premier trimestre. Au total, pour les six premiers mois de 1995, les recettes nettes atteignent 65,7 milliards de francs (74,2 milliards en données cvs) et 93 milliards sur les douze derniers mois, soit 1,3 % du PIB.

En contrepartie, le *compte financier* fait apparaître au mois de juin des sorties de 39,4 milliards de francs entraînant ainsi des erreurs et omissions nettes positives d'un montant de 23,2 milliards. Sur les six premiers mois de l'année, le compte financier enregistre respectivement des sorties de 30,8 milliards de francs au premier trimestre et de 44,9 milliards au deuxième, soit depuis le début de l'année des sorties de 75,8 milliards de francs, doubles de celles constatées sur le premier semestre 1994 (38,8 milliards), les erreurs et omissions nettes sur cette période s'inscrivant à + 10,9 milliards.

Les flux financiers du mois de juin se caractérisent par des sorties. Alors que les non-résidents ont poursuivi pour le troisième mois consécutif leurs achats de titres français (+ 8,1 milliards de francs), notamment sous forme de bons du Trésor, les résidents ont accru, pour un montant de 24 milliards de francs, leurs acquisitions de titres étrangers, essentiellement obligataires. Sur les six premiers mois, les achats de titres français par les non-résidents, représentant des entrées en balance des paiements, et de titres étrangers par les résidents (sorties en balance) ont atteint respectivement 44,4 milliards de francs et 69 milliards. Au premier semestre 1994, les non-résidents avaient opéré des cessions nettes d'un montant de 144,4 milliards de francs et les résidents des achats de 83,4 milliards.

Les flux financiers à court terme sont marqués en juin par des sorties de 50,7 milliards de francs au titre des opérations du secteur bancaire, imputables pour une large part au comportement des non-résidents sur le franc en liaison avec le financement de leurs investissements en titres français et avec l'échéance de fin juin sur leurs contrats de change à terme. Au total, sur le premier semestre, le secteur bancaire est à l'origine de sorties de 98,4 milliards de francs, faisant suite à des entrées de 22,2 milliards au second semestre 1994 et de 251 milliards au premier semestre de la même année.

Enfin, les avoirs de réserve bruts sont restés stables en juin et ont progressé de 2,2 milliards de francs au cours des six premiers mois de cette année.

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>								
	(en données brutes – en millions de francs)							
	Année 1994 (a)	Février 1995 (b)	Mars 1995 (b)	Avril 1995 (c)	Mai 1995 (c)	Juin 1995 (c)	6 mois de 1994 (a)	6 mois de 1995 (c)
<b>1. Compte de transactions courantes .....</b>	<b>44 743</b>	<b>-2 875</b>	<b>8 106</b>	<b>8 127</b>	<b>5 209</b>	<b>16 155</b>	<b>17 356</b>	<b>65 655</b>
dort : Biens et services.....	146 649	8 696	17 742	17 741	10 121	18 787	64 801	82 064
<b>2. Compte de capital .....</b>	<b>-25 537</b>	<b>-151</b>	<b>-120</b>	<b>-291</b>	<b>-70</b>	<b>42</b>	<b>-2 383</b>	<b>-778</b>
<b>3. Compte financier .....</b>	<b>-42 522</b>	<b>-4 626</b>	<b>-12 925</b>	<b>-22 201</b>	<b>16 686</b>	<b>-39 408</b>	<b>-38 760</b>	<b>-75 751</b>
<i>3.1. Flux financiers (hors avoirs de réserve) .....</i>	-29 017	-5 016	-12 974	-21 623	16 461	-39 404	-32 500	-73 578
<i>3.1.1. LONG TERME</i>								
– Investissements directs.....	332	-230	-1 720	952	278	-1 287	-630	-2 947
– Investissements de portefeuille .....	-308 187	-20 198	-1 795	30 249	3 393	-13 493	-228 805	-24 950
– Autres investissements .....	51 917	-3 521	-2 203	3 571	1 682	3 092	20 086	-6 421
<i>3.1.2. COURT TERME</i>								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques.....	-56 652	-3	5 731	5 481	-40	2 758	-71 664	433
– Secteur bancaire .....	273 247	9 872	-2 716	-87 106	-3 115	-50 679	250 986	-98 399
– Autres secteurs .....	10 326	9 064	-10 271	25 230	14 263	20 205	-2 473	58 706
<i>3.2. Avoirs de réserve (bruts).....</i>	-13 505	390	49	-578	225	-4	-6 260	-2 173
<b>4. Erreurs et omissions nettes .....</b>	<b>23 316</b>	<b>7 652</b>	<b>4 939</b>	<b>14 365</b>	<b>-21 825</b>	<b>23 211</b>	<b>23 787</b>	<b>10 874</b>
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres semi-définitifs								
(c) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85								Mise à jour le 7 septembre 1995

#### 4.2.1. Les résultats du mois de juin 1995

##### 4.2.1.1. Le compte de transactions courantes (données cvs)

L'excédent des transactions courantes enregistre une nette hausse d'un mois sur l'autre (+ 11 milliards de francs, après + 7,4 milliards), tous les postes présentant une amélioration, à l'exception des *revenus*. Sur six mois cumulés, le solde triple (+ 74,2 milliards de francs, au lieu de + 25,3 milliards), principalement sous l'effet du renforcement de l'excédent du poste *biens* et de l'allégement du déficit des *revenus*.

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

(en données brutes – en millions de francs)

	Mai 1995 (a)	Juin 1995 (a)	6 mois de 1994 (b)	6 mois de 1995 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES....</b>	<b>5 209</b>	<b>16 155</b>	<b>17 356</b>	<b>65 655</b>
<i>Biens .....</i>	2 387	6 895	14 738	35 337
– Marchandises générales.....	2 016	6 465	11 346	32 128
<i>Services.....</i>	6 034	9 992	35 190	36 441
– Transports .....	140	-457	-1 771	-1 580
Transport maritimes	-424	-493	-3 309	-3 015
Transport non maritimes	564	36	1 538	1 435
– Voyages .....	5 031	7 006	29 429	27 748
– Services techniques.....	1 368	1 083	1 994	2 456
– Autres services.....	308	1 186	-1 883	2 303
<i>Autres biens et services .....</i>	1 700	1 900	14 873	10 286
<i>Revenus.....</i>	522	-1 834	-35 817	-15 598
<i>Transferts courants .....</i>	-5 434	-798	-11 628	-811
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques .....	-5 163	-206	-10 136	977

(en données cvs – en millions de francs)

	Mai 1995 (a)	Juin 1995 (a)	6 mois de 1994 (b)	6 mois de 1995 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES....</b>	<b>7 387</b>	<b>11 043</b>	<b>25 275</b>	<b>74 234</b>
<i>Marchandises générales.....</i>	5 172	5 822	12 212	33 301
<i>Services.....</i>	5 381	7 003	37 171	38 990
– Transport maritimes .....	-477	-549	-3 231	-2 902
– Transport non maritimes .....	763	102	1 992	1 887
– Voyages .....	5 150	4 284	31 218	29 463
<i>Autres biens et services .....</i>	1 776	1 757	15 185	10 502
<i>Revenus.....</i>	1 779	-2 472	-27 070	-7 337

(a) Chiffres provisoires

(b) Chiffres définitifs

Source et

réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 septembre 1995

**Évolution du commerce extérieur de marchandises**

(source Douanes)

*Évolution globale  
(en données FAB-FAB)*

L'excédent du commerce extérieur dépasse de nouveau, au mois de juin, la barre des 10 milliards de francs, tant en données cvs (corrigées des variations saisonnières) qu'en données brutes, pour atteindre, respectivement, 10,8 milliards de francs et 11,4 milliards. Ce résultat succède à un excédent de 8,4 milliards de francs, en données cvs, enregistré au mois de mai. Les importations se replient de 2,5 %, après leur vif essor observé au cours du mois précédent, tandis que les exportations ne diminuent que de 0,4 %.

La succession des bons résultats obtenus depuis le début de l'année conduit à un excédent cumulé de 60,4 milliards de francs en données cvs, soit 23,4 milliards de plus qu'au premier semestre 1994. Cette forte progression s'inscrit dans un contexte de vive croissance des échanges : + 13,5 % pour les exportations et + 10,5 % pour les importations d'un premier semestre à l'autre. En termes de produits, ce sont, pour l'essentiel, les exportations de *biens d'équipement* qui contribuent au renforcement de l'excédent, tandis que, par zones géographiques, l'amélioration des résultats a pour origine, en grande partie, les échanges avec les pays non membres de l'OCDE.

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

*La facture énergétique s'alourdit quelque peu, mais l'excédent industriel s'accroît.*

L'excédent *agricole* gagne 1 milliard de francs (4,8 milliards de francs, contre 3,8 milliards) en raison d'une diminution des importations et d'une augmentation des exportations de *produits des industries agricoles et alimentaires (IAA)*. La reprise des ventes de *produits bruts* se confirme, notamment les ventes de céréales, blé en particulier, depuis le mois de mai.

Sur les six premiers mois de l'année, et par rapport aux mêmes mois de l'année précédente, seul l'excédent des *produits des IAA* augmente, celui des *produits bruts* étant stable. On notera que le solde positif de ce dernier poste s'était replié de plus de 10 milliards de francs en 1994, en raison du renchérissement de certains produits exclusivement importés et d'une forte baisse des ventes de céréales.

Le solde de la *facture énergétique* s'alourdit de 0,5 milliard de francs, le déficit passant à 5,3 milliards en juin. Cette évolution s'explique par une augmentation des importations, mais à partir d'un niveau plutôt bas en mai. Cette évolution reflète principalement une augmentation des quantités de pétrole brut importées.

Ainsi, l'amélioration du solde commercial d'un mois à l'autre se concentre sur les échanges de *produits industriels* (+ 7,3 milliards de francs, contre + 5,3 milliards), et particulièrement civils, l'excédent relatif au *matériel militaire* se repliant quelque peu (+ 0,2 milliard de francs, contre + 0,8 milliard).

Parmi les échanges de *produits industriels civils*, l'excédent des *biens d'équipement professionnels* s'accroît (+ 6,4 milliards de francs, après + 5,3 milliards) du fait d'une diminution de 3,9 % des importations. Le repli des importations se confirme ainsi, mais après une nette progression en début d'année. L'excédent des *biens d'équipement professionnels* reflète l'évolution des résultats du commerce extérieur au cours des derniers mois, en se renforçant de près de 24 milliards de francs d'un premier semestre à l'autre.

Une baisse des importations est à l'origine de l'augmentation de l'excédent des échanges de *pièces détachées*, de *véhicules utilitaires* et de *biens de consommation*, lesquels enregistrent toutefois pour leur part un progrès des exportations. Les échanges de *véhicules automobiles* (devenus légèrement déficitaires au premier semestre, après un excédent pour la même période de 1994) et de *pièces détachées* apparaissent moins soutenus, après avoir atteint un plafond en début d'année.

Les *biens intermédiaires* (– 0,9 milliard de francs, après – 0,5 milliard) se distinguent par une diminution plus importante des exportations que des importations, les achats de *demi-produits non métalliques* étant inchangés.

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

*D'un mois à l'autre, le solde s'améliore vis-à-vis des pays de l'Union européenne et de la zone hors OCDE. Sur le semestre, les bons résultats sont principalement obtenus hors OCDE.*

L'excédent dégagé à l'égard des pays de l'*Union européenne* gagne 1,1 milliard de francs d'un mois à l'autre (+ 3,9 milliards de francs, après + 2,8 milliards). Sur un plan bilatéral, des progrès sont réalisés avec l'*UEBL* (+ 0,8 milliard de francs), l'*Allemagne* (+ 0,6 milliard) et l'*Italie* (+ 0,7 milliard), tandis que les excédents avec le *Royaume-Uni* et l'*Espagne* se réduisent respectivement de 0,9 milliard de francs et 0,4 milliard.

Sur les six derniers mois, et en comparaison avec le premier semestre 1994, les échanges avec l'*Union européenne* sont soutenus, les exportations et les importations progressant de plus de 13 %, pour porter l'excédent de 10 milliards de francs à 11,8 milliards d'une période à l'autre. On notera en particulier que les échanges avec l'*Italie* tendent à se rééquilibrer (– 0,7 milliard de francs, au lieu de – 4,3 milliards), tandis que le solde avec le *Royaume-Uni*, qui constituait notre principal excédent en 1994 vis-à-vis des pays de l'*Union européenne*, se réduit quelque peu (10,7 milliards de francs, contre 13 milliards).

Les échanges avec les *autres pays de l'OCDE* progressent nettement moins vite que ceux réalisés avec l'*Union européenne* : + 3,8 % d'un premier semestre à l'autre pour les exportations, compte tenu d'une diminution de 5,7 % avec les *États-Unis* ; + 4,8 % pour les importations. D'un premier semestre à l'autre, le déficit s'accentue légèrement, passant de 13,4 milliards de francs à 15,1 milliards. De mai à juin, le solde à l'égard de cette zone varie peu, du fait des compensations entre la contraction du déficit envers les *États-Unis* et l'alourdissement de celui constaté à l'égard du *Japon*.

Hors *OCDE*, on notera principalement un repli de l'excédent avec l'*Afrique* (1,3 milliard de francs, contre 2,5 milliards), atténué par les progrès enregistrés avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide* et avec le *Moyen-Orient*. D'un premier semestre à l'autre, les résultats les plus marquants résident dans le retour à l'excédent avec les *pays d'Asie* (+ 9 milliards de francs, contre – 3,7 milliards) du fait d'un bond des exportations, et dans le doublement de l'excédent avec l'*Afrique* (14,3 milliards de francs, au lieu de 7,3 milliards).

#### **Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes**

##### *Les biens (en données cvs)*

L'excédent de ce poste, qui regroupe en balance des paiements les marchandises générales et le travail à façon, se renforce en juin (6,7 milliards de francs, au lieu de 5,7 milliards en mai), dans un contexte marqué cependant par une contraction des flux d'exportations et d'importations recensés à la ligne *marchandises générales* (respectivement, – 4,5 % et – 5,3 %).

*Les services  
(en données cvs)*

L'excédent des services dépasse la moyenne calculée sur les cinq mois précédents (7 milliards de francs, contre + 6,4 milliards), du fait notamment de l'évolution de plusieurs lignes se caractérisant toutefois par une assez forte instabilité à très court terme (*redevances, services commerciaux, autres services*). L'excédent des voyages, pour sa part, se contracte (4,3 milliards de francs, au lieu de 5,2 milliards en mai), à la suite d'une baisse de 13,7 % des recettes et de 11,6 % des dépenses.

Apprécié sur les douze derniers mois, le solde positif des services dépasse le montant enregistré sur les douze mois précédents (+ 77,4 milliards de francs, contre + 73,4 milliards en 1994). Toutefois, plusieurs évolutions intéressantes apparaissent en ce qui concerne certaines composantes de cet ensemble d'échanges. Ainsi, l'excédent des voyages, premier solde positif de la balance des transactions courantes, tend à s'effriter quelque peu en raison du dynamisme des dépenses (+ 4 %, contre - 1 % pour les recettes). Les diverses lignes correspondant à des prestations techniques consolident, pour leur part, leur excédent. Enfin, le solde des *autres services*, principalement sous l'effet de l'évolution des interventions sur les marchés à terme, s'inverse favorablement. En revanche, les opérations d'assurance se traduisent par une stabilité de l'excédent, tandis que, en liaison avec le développement des échanges de biens, le déficit des *services commerciaux* s'accentue (commissions versées sur les ventes à l'étranger).

*Les autres biens et services*

Le solde positif de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, s'établit à 1,8 milliard de francs.

*Les revenus  
(en données cvs)*

Après un excédent de 1,8 milliard de francs en mai, cette composante du compte courant aboutit en juin à un déficit de 2,5 milliards de francs. Les *revenus des investissements* (- 3 milliards de francs, après + 1,8 milliard) sont à l'origine de cette évolution, les versements de coupons et de dividendes aux non-résidents s'inscrivant, au-delà du mouvement saisonnier, en sensible augmentation.

Ainsi, le solde cumulé des revenus des investissements depuis le début de l'année ne ressort qu'à - 9,6 milliards de francs, contre - 26,9 milliards pour la période correspondante de l'année 1994. Cet allégement du déficit trouve son origine, pour une dizaine de milliards, dans la réduction sensible des dépenses nettes de coupons sur titres (y compris les coupons courus non échus payés lors de négociations de titres de créances), tandis que les encaissements nets d'intérêts, notamment pour le secteur des administrations publiques, progressent globalement de plus de 5 milliards de francs. Enfin, apprécié en cumul sur les douze derniers mois, le déficit des revenus des investissements atteint 37,7 milliards de francs, contre 47,4 milliards sur les douze mois précédents.

*Les transferts courants  
(en données brutes)*

Le déficit des transferts courants s'allège considérablement en juin (0,8 milliard de francs, après 5,4 milliards en mai). Les *administrations publiques* sont de nouveau à l'origine de l'évolution observée, la perception de recettes substantielles en provenance du Fonds social européen se cumulant au remboursement partiel de contributions versées précédemment par la France.

**Graphiques non disponibles**

Sur l'ensemble du premier semestre, le solde des transferts courants est proche de l'équilibre, alors qu'il était déficitaire de 11,6 milliards de francs au cours de la période correspondante de 1994. L'essentiel de l'écart qui subsiste fin juin provient du montant exceptionnel de recettes versé par les institutions européennes en janvier 1995 dans le cadre des nouvelles dispositions de la politique agricole commune (PAC).

#### **4.2.1.2. Le compte de capital**

Sur l'ensemble du premier semestre, les transferts en capital atteignent un montant plus restreint qu'au cours de la période correspondante de 1994 (-0,8 milliard de francs, contre -2,4 milliards). On notera que ces transferts proviennent cette année, pour une large part, de moins-values lors de cessions de créances bancaires sur le marché secondaire avec les non-résidents, alors qu'en 1994, sur cette période, le montant enregistré correspondait essentiellement à des abandons consentis dans le cadre d'opérations de titrisation.

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

Au cours du mois de juin 1995, le compte financier a dégagé un solde négatif de 39,4 milliards de francs, en raison de fortes sorties dans le cadre des investissements de portefeuille des résidents et surtout des opérations à court terme du secteur bancaire avec les non-résidents. Les avoirs de réserve n'ont, quant à eux, quasiment pas varié.

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

Les flux financiers à long terme ont suscité 11,7 milliards de francs de sorties en juin, après des entrées en mai à hauteur de 5,3 milliards de francs.

Le solde des investissements directs a atteint 1,3 milliard de francs, après 0,3 milliard en mai ; ce résultat provient d'investissements français à l'étranger pour un montant de près de 4 milliards et étrangers en France pour 2,7 milliards.

Les opérations de portefeuille ont entraîné des sorties de 13,5 milliards de francs, les résidents ayant acquis pour 24 milliards de francs de titres étrangers, notamment des obligations. Les non-résidents ont poursuivi leurs achats de titres français (8,1 milliards de francs), principalement en actions (6,6 milliards) et surtout en bons du Trésor (16 milliards), mais dans des proportions moindres que le mois précédent.

Les prêts bancaires à long terme ont été à l'origine de 3,9 milliards de francs d'entrées en raison de prêts reçus de l'étranger (5,6 milliards).

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

(hors avoirs de réserve bruts)

Les flux financiers à court terme ont entraîné des sorties nettes de 27,7 milliards de francs en juin, après des entrées de 11,1 milliards en mai.

Les opérations à court terme du secteur bancaire ont dégagé des sorties nettes de 50,7 milliards de francs. Le comportement des non-résidents sur le franc a entraîné des sorties à hauteur de 56,3 milliards de francs. Celles-ci ont résulté à la fois d'emprunts (21,6 milliards de francs) et, de façon plus marquée, de dénouements nets d'achats à terme nets de francs pour 36,2 milliards de francs, à la suite d'une contraction sensible des encours, plus importante cependant pour les achats (67,2 milliards) que pour les ventes (31 milliards).

<sup>1</sup> Cf. tableaux détaillés 15 et 16 dans la partie « statistiques »

Les opérations de la clientèle résidente ont également suscité des sorties qui se sont élevées à 11,5 milliards de francs, compte tenu de dénouements de ventes à terme de devises (7,1 milliards) et d'achats à terme de devises pour 8,8 milliards.

Par ailleurs, la transformation nette d'échéances en devises des banques résidentes a provoqué des entrées à hauteur de 2,7 milliards de francs, après trois mois consécutifs de sorties.

Les opérations du secteur des autorités monétaires et des administrations publiques ont été à l'origine d'entrées nettes en juin de 2,8 milliards de francs, après un quasi-équilibre en mai.

Les autres secteurs ont enregistré 20,2 milliards de francs d'entrées nettes au titre des flux financiers à court terme, les rapatriements de placements à l'étranger s'étant poursuivis (26,3 milliards).

#### Avoirs de réserve

(bruts)

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

### 4.2.2. Les résultats du deuxième trimestre 1995

Le deuxième trimestre 1995 fait apparaître en données *cvs* une contraction de l'excédent des transactions courantes (28,6 milliards de francs, au lieu de 45,6 milliards), qui trouve son origine dans l'encaissement, au cours du premier trimestre, de fortes indemnités versées par le Fonds européen d'orientation et de garantie agricole dans le cadre de la réforme de la PAC. Le compte financier s'inscrit en déficit de 44,9 milliards de francs, contre - 30,8 milliards au premier trimestre.

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

Si l'excédent de la ligne *marchandises générales*<sup>1</sup> varie peu en données *cvs* (16,4 milliards de francs, après 16,9 milliards), il progresse en revanche en données brutes (17,2 milliards de francs, au lieu de 14,9 milliards). Le solde douanier passe en effet de 25,9 milliards de francs à + 34,6 milliards en données brutes, tandis que les corrections méthodologiques réduisent l'excédent de 17,4 milliards de francs au deuxième trimestre, alors qu'elles le diminuaient de 10,9 milliards de francs au premier trimestre 1995. On signalera, au titre de ces corrections (échanges non recensés en balance des paiements), l'exportation d'un satellite à destination de la Guyane pour une valeur d'environ 4 milliards de francs.

La quasi-stabilité du solde positif des services à 19,6 milliards de francs, en données *cvs*, recouvre toutefois des évolutions contrastées. L'excédent de la ligne *voyages* se contracte (13,6 milliards de francs, au lieu de 15,9 milliards), à la suite d'un repli de 7,8 % des recettes et de 2,7 % des dépenses. En revanche, l'excédent des services *techniques* s'accroît fortement (2,9 milliards de francs, contre 0,2 milliard), principalement sous l'effet d'une réduction d'un tiers des dépenses d'un trimestre à l'autre.

L'allégement du déficit des *revenus* est sensible (3 milliards de francs, après 4,3 milliards, en données *cvs*) et concerne en quasi-totalité les *revenus des investissements*, dont le solde passe de - 6,5 milliards de francs à - 3,1 milliards. Les flux de coupons courus non échus réglés à l'occasion des négociations de titres de créances sont presque équilibrés, alors qu'ils étaient nettement déficitaires au premier trimestre. En outre, le déficit des intérêts sur échanges financiers (*swaps*) apparu au cours du trimestre précédent fait place au deuxième trimestre à un excédent de même ampleur.

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

On rappellera enfin que le solde des transferts courants, en données brutes, subit un ample retournement par rapport au premier trimestre (- 10,2 milliards de francs, au lieu de + 9,4 milliards), imputable aux opérations effectuées par le secteur des administrations publiques avec les institutions de l'Union européenne (cf. supra).

#### **4.2.2.2. Le compte financier**

Au cours du deuxième trimestre 1995, le compte financier a enregistré des sorties d'un montant de 44,9 milliards de francs, hors avoirs de réserve bruts qui se sont accrus de 0,4 milliard.

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

Les flux financiers à long terme ont dégagé 28,4 milliards de francs d'entrées au deuxième trimestre 1995, après 62,8 milliards de sorties au premier trimestre.

Les investissements français à l'étranger et étrangers en France ont atteint le même montant et, au total, le solde a été équilibré. Les investissements de portefeuille ont donné lieu à des entrées nettes de 20,1 milliards de francs, en raison, notamment, d'achats de titres français (surtout des valeurs du Trésor) par les non-résidents (52,4 milliards), après 45,1 milliards de sorties au cours du premier trimestre 1995.

Les autres investissements ont entraîné des entrées nettes de 8,3 milliards de francs ; ce résultat est dû aux prêts de l'étranger au secteur bancaire résident (13,3 milliards).

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

(hors avoirs de réserve bruts)

Hors avoirs de réserves bruts, les flux à court terme du compte financier ont suscité des sorties nettes de 73 milliards de francs, après des entrées de 33,7 milliards au premier trimestre 1995.

Les opérations à court terme du secteur bancaire se sont soldées par des sorties nettes de 140,9 milliards de francs en raison de ventes de francs par les non-résidents (168,4 milliards) surtout au titre des opérations à terme.

Les flux financiers à court terme des autres secteurs ont dégagé des entrées nettes de plus de 59 milliards de francs.

##### **Avoirs de réserve**

(bruts)

Les avoirs de réserve (bruts) ont légèrement augmenté, de 0,4 milliard de francs, au cours du deuxième trimestre 1995.

## LA BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

### Soldes complémentaires

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1994 (a)	Année 1993 (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)	2 <sup>e</sup> trim. 1995 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES.....	44 743	52 383	5 945	13 758	13 629	36 164	29 491
COMPTE DE CAPITAL (Transferts en capital).....	-25 537	-447	-2 236	-363	-22 791	-459	-319
INVESTISSEMENTS DIRECTS .....	332	-139	928	-16 918	17 880	-2 890	-57
<b>Sous-total :</b> <b>Solde à financer (d).....</b>	<b>19 538</b>	<b>51 797</b>	<b>4 637</b>	<b>-3 523</b>	<b>8 718</b>	<b>32 815</b>	<b>29 115</b>
SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (e) .....	38 785	-776	10 300	6 321	28 587	-12 238	5 322
AUTRES SECTEURS (Sociétés, ménages).....	-297 876	228 432	-77 878	-52 625	-15 885	-45 636	79 954
ERREURS ET OMISSIONS NETTES .....	23 316	14 952	40 238	35 142	-35 613	-4 877	15 751
<b>Solde global = proxy de la variation de la contrepartie « extérieur » de M3 .....</b>	<b>-216 237</b>	<b>294 405</b>	<b>-22 703</b>	<b>-14 685</b>	<b>-14 193</b>	<b>-29 936</b>	<b>130 142</b>
SECTEUR BANCAIRE (f).....	317 542	-304 756	46 221	19 212	21 111	31 752	-129785
SECTEUR DES AUTORITES MONÉTAIRES (g)....	-101 305	10 351	-23 518	-4 527	-6 918	-1 816	-357
Avoirs de réserve (bruts).....	-13 505	30 864	-2 818	-327	-6 918	-1 816	-357
Engagements .....	-87 800	-20 513	-20 700	-4 200	0	0	0

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres semi-définitifs (c) Chiffres provisoires

(d) Voir note sur les soldes de la balance des paiements et de la position extérieure dans le Bulletin de la Banque n° 17 – mai 1995

(e) Y compris les BTF

(f) 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 ».

(g) 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 7 septembre 1995

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Les marchés de taux d'intérêt ont été bien orientés au cours du mois d'août, en particulier dans la partie courte de la courbe des rendements.

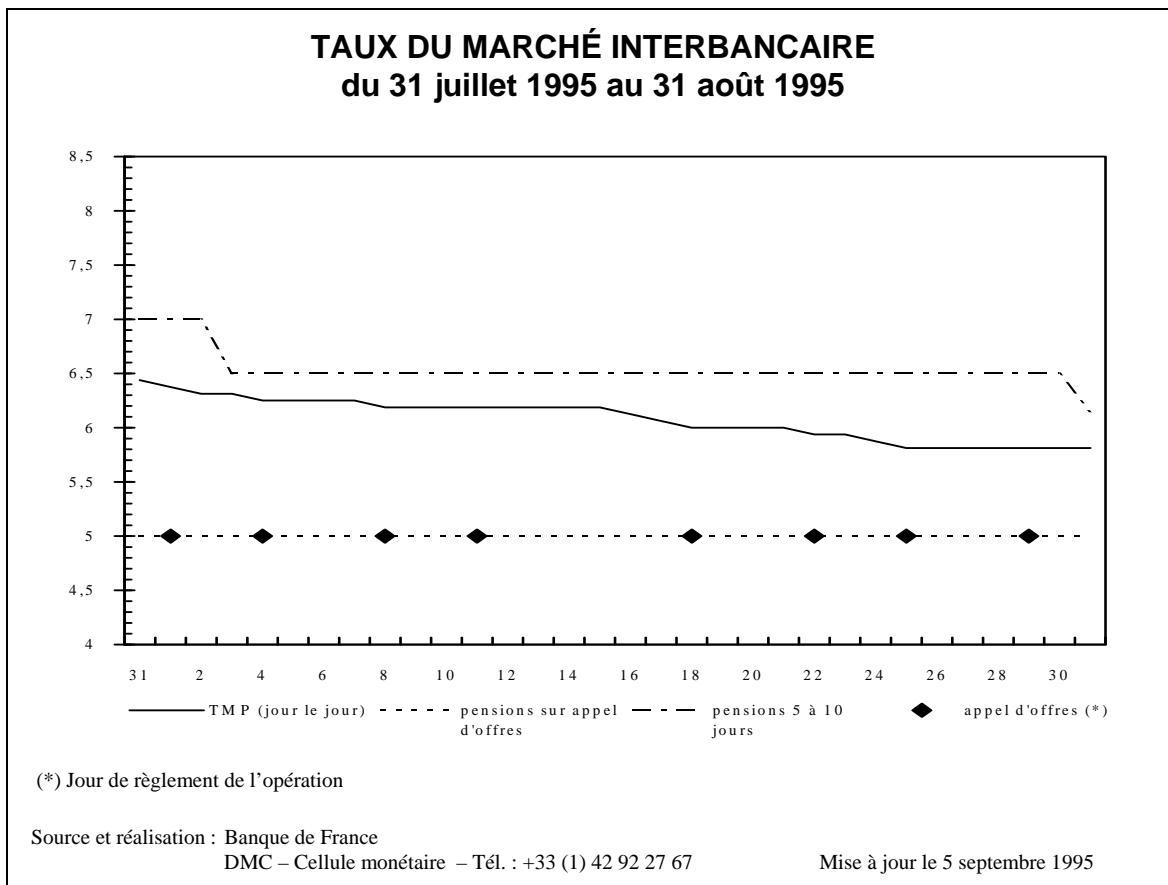
Dans un contexte de poursuite de l'appréciation du franc, les taux courts ont continué de se détendre, en liaison avec la réduction à deux reprises du taux des pensions de 5 à 10 jours, décidée par le Conseil de la politique monétaire (le 3 août de 7,0 % à 6,5 % et le 31 août de 6,50 % à 6,15 %), et avec la baisse graduelle du loyer de l'argent au jour le jour, qui a représenté au total 5/8 de point.

Le marché obligataire a connu des fluctuations d'ampleur limitée dans des volumes d'échanges réduits du fait de la période estivale, la tendance de fond étant à la détente des taux comme sur la plupart des grands marchés étrangers.

Au cours des derniers jours du mois, les marchés de taux ont cependant connu une légère tension, à l'annonce de la démission du ministre de l'Économie et des Finances, puis à la suite d'informations interprétées comme pouvant remettre en cause le rythme de réduction du déficit budgétaire.

D'une fin de mois à l'autre, l'écart OAT-*Bund* s'est maintenu autour de 65 points de base, après être revenu à 57 points de base en milieu de mois.

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



Le redressement du franc sur les marchés de change (de 3,4576 francs à 3,4359 francs, contre 1 deutschemark d'une fin de mois à l'autre, après une amélioration temporaire jusqu'au seuil des 3,42 francs) a permis à la Banque de France de poursuivre sa politique de détente graduelle des taux.

Le loyer de l'argent au jour le jour a ainsi fléchi de 6 3/8 %-6 1/2 % à 5 3/4 %-5 7/8 %, revenant à ses plus bas niveaux depuis le mois de février. Le taux moyen mensuel s'est établi pour le mois d'août à 6,07 %, contre 6,79 % le mois précédent.

Le Conseil de la politique monétaire a procédé à deux nouvelles baisses du taux des pensions de 5 à 10 jours, de 7,0 % à 6,5 % le 3 août, et de 6,50 % à 6,15 % le 31 août. Celui-ci se situe désormais à un niveau inférieur à celui du début d'année (6,40 %).

Le volume des concours de la Banque de France a légèrement progressé, de 108,6 milliards de francs le 31 juillet à 120,8 milliards le 31 août.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 juillet-15 août ont atteint 20,9 milliards de francs (dont 13,6 milliards de francs d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 19,9 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Juillet 1995	Août 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-249,3	-249,2	0,1
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,3	-6,6	0,7
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	125,4	126,3	0,9
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	4,7	4,5	-0,2
DIVERS .....	8,9	7,2	-1,7
<b>TOTAL</b> .....	<b>-117,8</b>	<b>-117,7</b>	<b>0,1</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	95,6	86,0	-9,6
– Autres pensions .....	5,9	12,8	6,9
– Bons du Trésor achetés ferme .....	22,0	22,2	0,2
– Opérations d'escompte net .....	0,3	0,3	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-6,0	-3,6	2,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>117,8</b>	<b>117,7</b>	<b>-0,1</b>

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

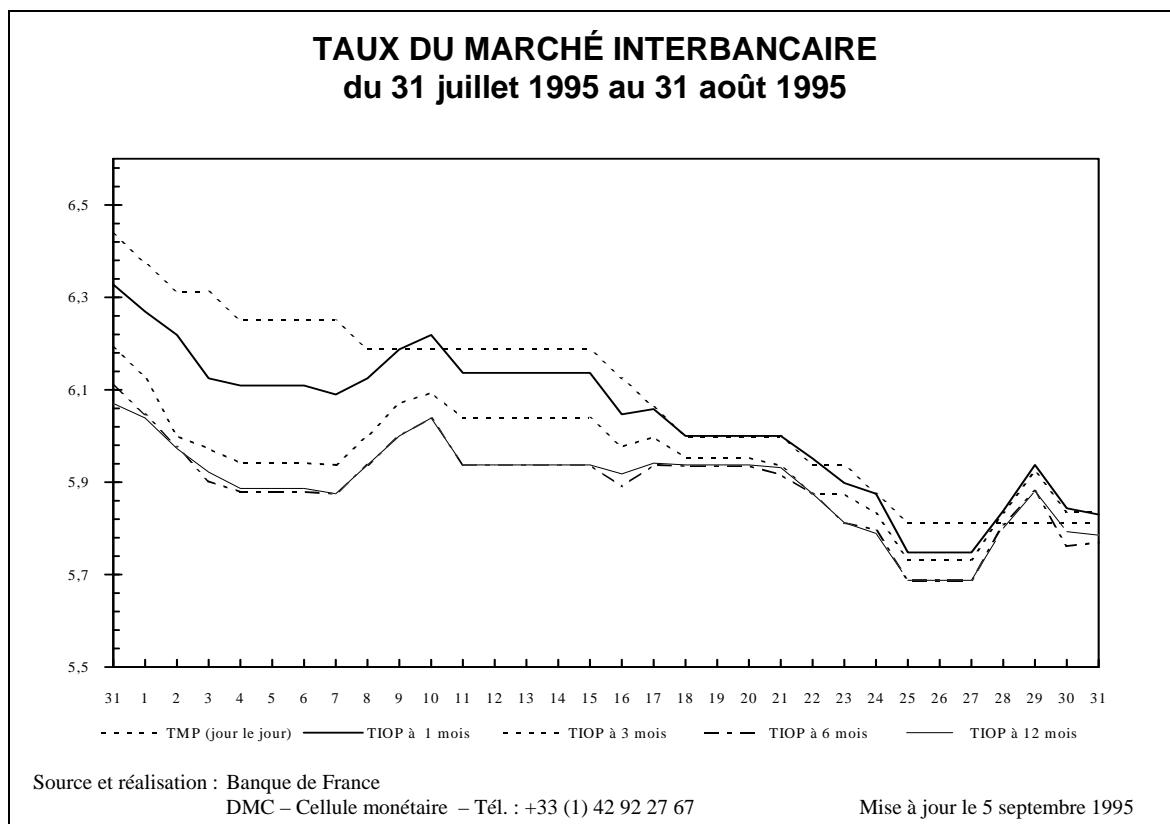
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 septembre 1995

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



Dans un contexte de raffermissement du franc, les taux courts interbancaires ont poursuivi leur mouvement de détente accompagné par une baisse graduelle du loyer de l'argent au jour le jour et par deux réductions, de 50 points de base et 35 points de base, du taux des pensions de 5 à 10 jours.

Cette évolution a été momentanément contrariée à deux reprises. Autour du 10 août, sous l'effet de prises de bénéfices après une vive détente du compartiment court terme, les rendements interbancaires ont enregistré une remontée qui est restée cependant limitée. En fin de mois, la démission du ministre de l'Économie et des Finances a également entraîné quelques tensions sur l'interbancaire. D'une fin de mois à l'autre, les rendements s'inscrivent néanmoins tous en repli sensible et s'établissent, s'agissant des échéances les plus longues, à des niveaux nettement inférieurs à ceux du début de l'année.

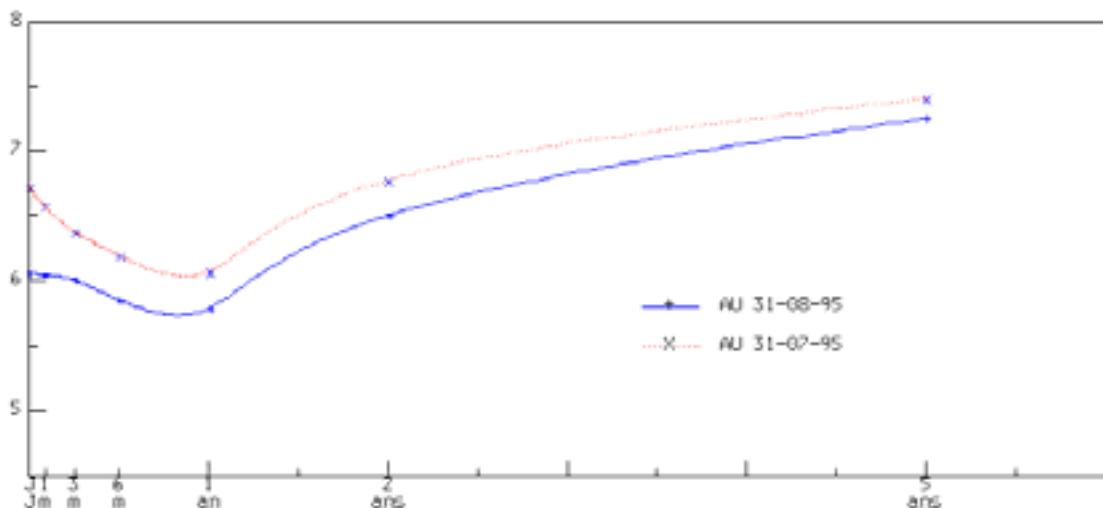
D'autres marchés européens ont enregistré également un mouvement de détente, à la suite du desserrement de la politique monétaire dans un certain nombre de pays. Après avoir laissé glisser le taux de ses adjudications hebdomadaires, la Banque fédérale d'Allemagne a annoncé, le 23 août, une baisse de 50 points de base du taux d'escompte (à 3,50 %) et du taux Lombard (à 5,50 %). Les Instituts d'émission belge, autrichien, néerlandais, danois, irlandais et portugais ont également procédé à des réductions de leurs taux directeurs.

## ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 juillet 1995	31 août 1995	Variation
TIOP à 1 mois.....	6,3281	5,8301	-0,498
TIOP à 3 mois.....	6,1914	5,8359	-0,3555
TIOP à 6 mois.....	6,1094	5,7695	-0,3399
TIOP à 1 an.....	6,0703	5,7852	-0,2851
Taux à 2 ans.....	6,77	6,5	-0,27
Taux à 5 ans.....	7,41	7,26	-0,15

Au total, les rendements interbancaires se sont détendus nettement, quoique de manière décroissante selon les échéances.

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



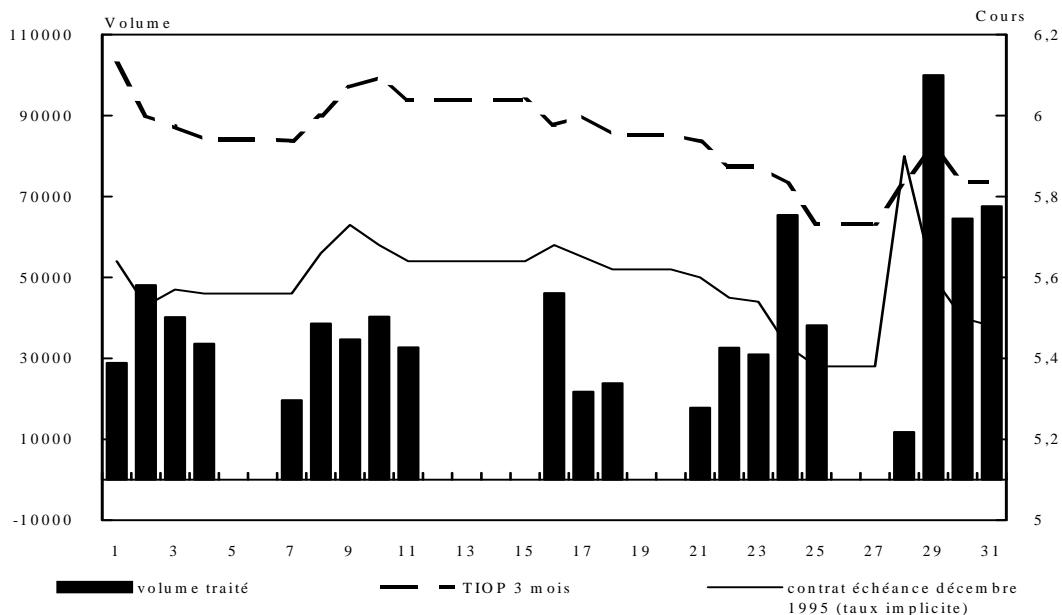
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 11 septembre 1995

On constate une poursuite du mouvement d'aplatissement de la partie la plus courte de la courbe des rendements, l'écart entre les taux à 1 mois et à 1 an revenant de 26 points de base à moins de 5 points de base (contre 85 points de base fin mai).

Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois échéance décembre a suivi la tendance observée au comptant, en l'atténuant quelque peu. Au cours du mois, il a enregistré un repli de 22 points de base, contre 36 points de base pour le TIOP 3 mois. À la fin du mois d'août, le niveau du taux implicite du contrat échéance décembre est inférieur d'environ 35 points de base à celui observé sur le marché au comptant, cet écart reflétant le maintien d'anticipations modérées de baisse des taux.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS  
du 31 juillet 1995 au 31 août 1995**



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 septembre 1995

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### *Adjudications*

Au cours du mois d'août, le Trésor a procédé à l'adjudication de 119,8 milliards de bons à taux fixe en francs (100,5 milliards de BTF et 19,3 milliards de BTAN).

L'encours total de bons en circulation a continué de progresser à 1 130 milliards de francs le 31 août, contre 1 074 milliards le 31 juillet et 898,9 milliards à la fin de l'année 1994. Il convient d'y ajouter 5,9 milliards de bons en écus, montant inchangé par rapport au 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 actuariel annuel moyen (f)
					(d)			
7 août 1995	BTF	13 sem.	45 300	19 004	0	5,75	5,78	5,98
7 août 1995	BTF	26 sem.	15 650	3 003	0	5,64	5,66	5,81
16 août 1995	BTF	13 sem.	52 900	19 622	616	5,85	5,87	6,09
16 août 1995	BTF	42 sem.	13 330	3 020	19	5,77	5,77	5,88
17 août 1995	BTAN 9 %	2 ans	25 850	10 517	1 167	101,97	101,96	6,14
17 août 1995	BTAN 9 %	5 ans	19 853	8 800	1 050	100,82	100,78	6,80
21 août 1995	BTF	13 sem.	59 056	22 921	3 072	5,75	5,77	5,98
21 août 1995	BTF	29 sem.	16 219	4 531	599	5,62	5,65	5,79
28 août 1995	BTF	13 sem.	56 433	24 985	3 085	5,80	5,83	6,03
28 août 1995	BTF	28 sem.	14 356	3 411	416	5,72	5,73	5,88

(a) Date d'adjudication

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

(c) En millions de francs

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

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

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

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

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

Mise à jour le 11 septembre 1995

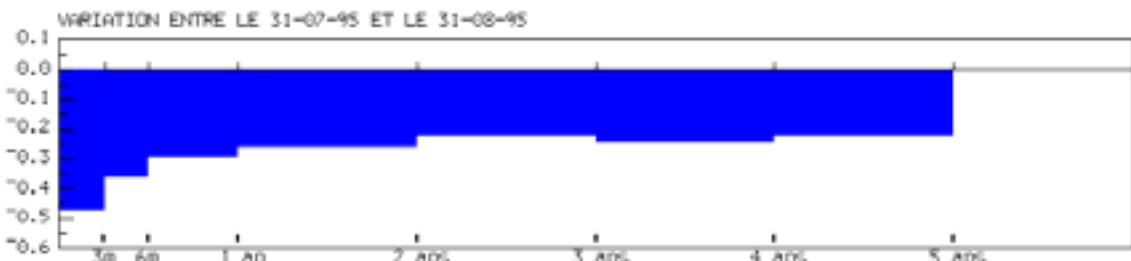
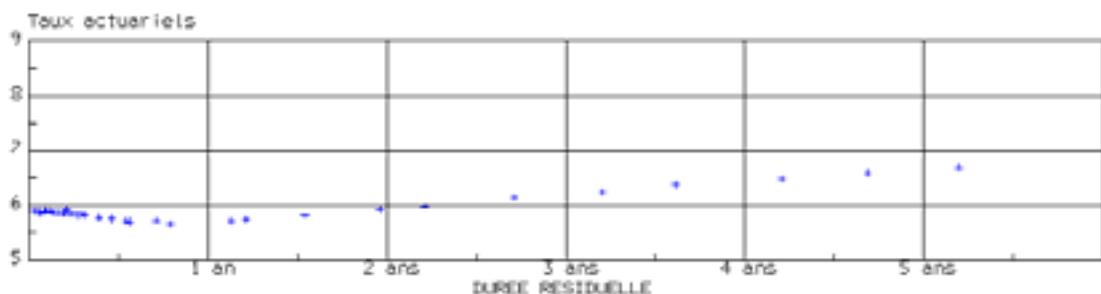
Sur les BTF, les taux à l'émission ont enregistré une décrue sensible (- 17 centimes sur les bons à 13 semaines entre le 31 juillet et le 28 août).

En ce qui concerne les BTAN 5 ans émis le 17 août, on note une baisse de 21 centimes des taux à l'émission par rapport aux résultats de la précédente adjudication tenue le 20 juillet.

**Marché secondaire**

La détente des rendements des bons du Trésor sur le marché secondaire s'est poursuivie au mois d'août, soutenue par la poursuite de la baisse des taux directeurs en France et en Allemagne et par la bonne tenue du franc sur les marchés de change. Ce sont les échéances les plus courtes qui se sont le mieux comportées.

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

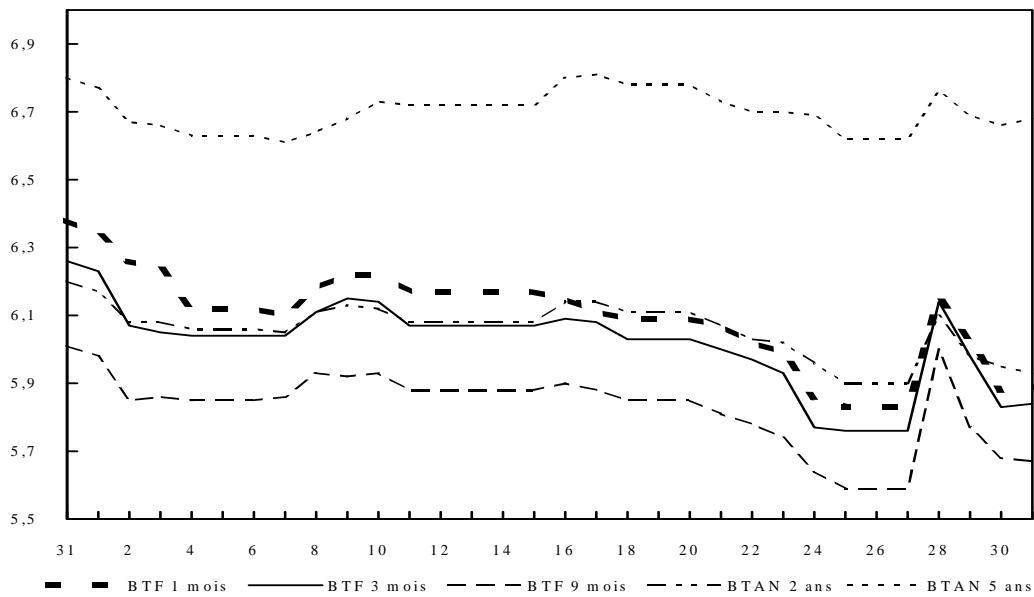


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 11 septembre 1995

La plus grande volatilité, qui a caractérisé la dernière décennie, n'a pas remis en cause la tendance globale.

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR**  
**du 31 juillet 1995 au 31 août 1995**



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

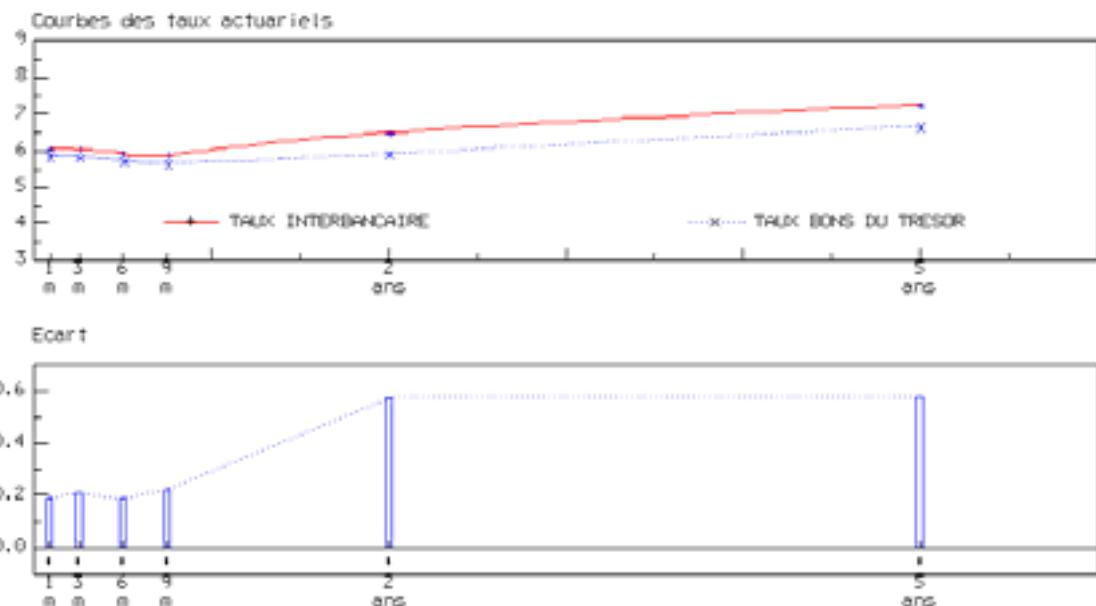
Mise à jour le 5 septembre 1995

Au total, les taux des BTF se sont repliés de 60 points de base à 30 points de base. Autour d'un mois, la détente atteint 55 points de base, 40 points de base autour de 3 mois, 30 points de base sur les échéances de 6 mois à 9 mois.

La translation à la baisse de la courbe de rendement des BTF s'est accompagnée d'un aplatissement sur les échéances de 1 mois à 5 mois sous l'effet d'un courant acheteur sur les titres les plus courts.

S'agissant des BTAN, l'écart positif entre le 2 ans et le 5 ans a continué à s'accentuer, passant de 65 points de base à 75 points de base, la détente des rendements autour de 2 ans s'établissant à 25 points de base sur la période, contre 20 points de base environ sur le 5 ans.

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



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

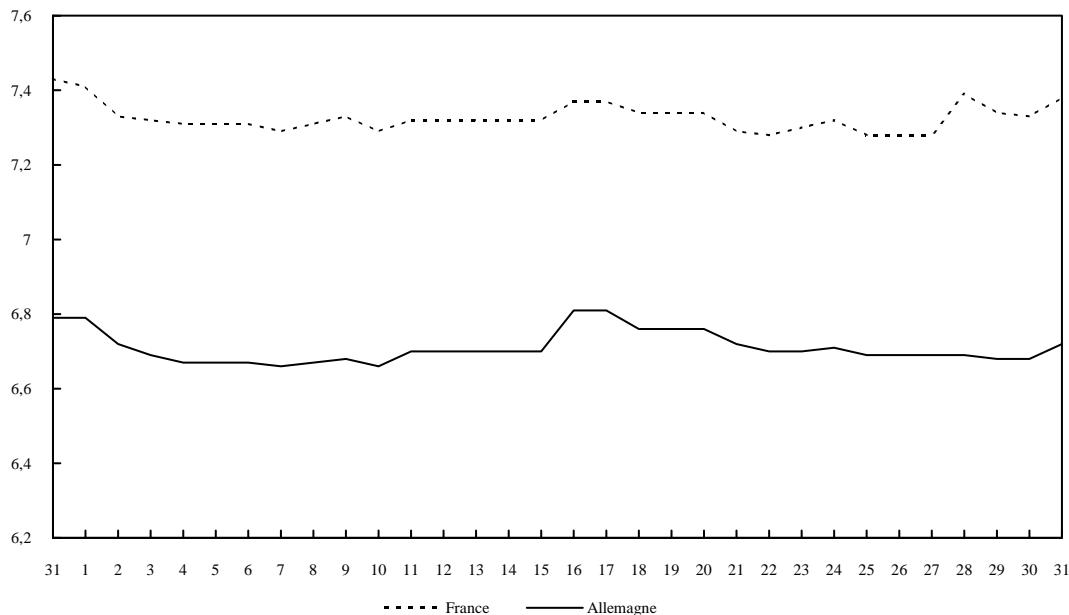
Mise à jour le 11 septembre 1995

Les écarts de rendements entre les taux du marché des bons du Trésor et du marché interbancaire n'ont pas connu d'évolution significative. Ils s'établissent à une vingtaine de points de base sur les BTF en fin de mois, après un resserrement ponctuel autour de 10 points de base en cours de mois sur les échéances les plus courtes, et autour de 60 points de base sur les BTAN.

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

Les marchés de taux longs français ont bénéficié sur l'ensemble du mois d'août d'une évolution relativement favorable dans un contexte globalement encore marqué par une assez bonne orientation des marchés américain et allemand.

## ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 juillet 1995 au 31 août 1995



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

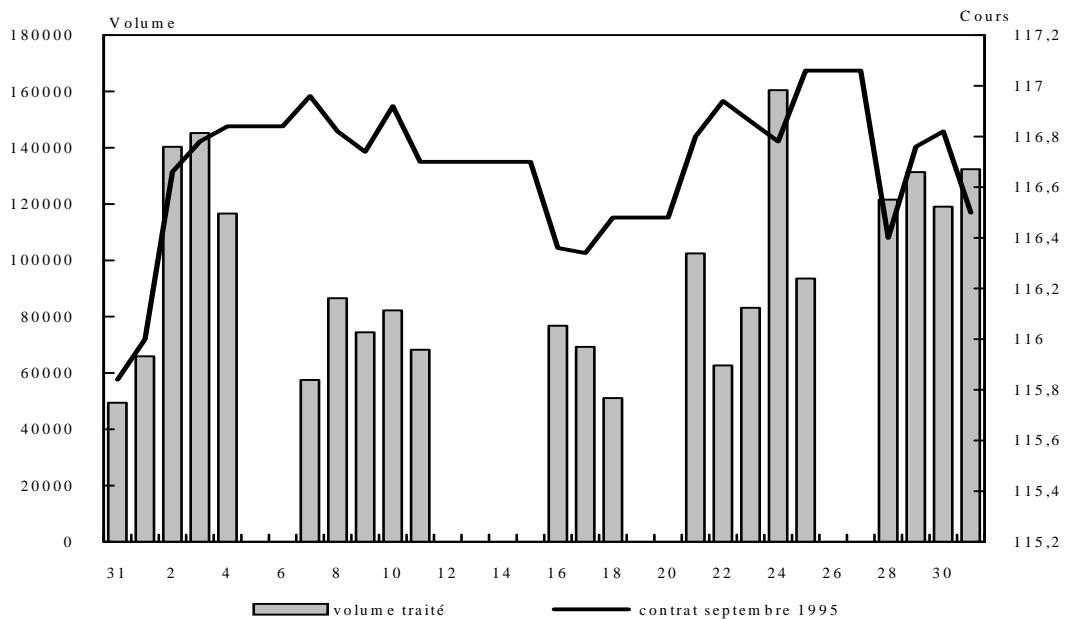
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 septembre 1995

Ainsi, le taux de rendement de l'emprunt phare à 10 ans s'est détendu de 5 points de base, alors que parallèlement, le cours de l'échéance septembre du contrat notionnel a gagné 66 points de base. On observera cependant, en premier lieu, que les volumes de transactions ont été peu étoffés (environ 97 000 contrats notionnels échangés quotidiennement). En second lieu, ces évolutions ont été partiellement contrariées en milieu de période, par un tassement du marché américain sous le poids du programme trimestriel de refinancement du Trésor américain et, à la fin du mois d'août, suite à l'annonce de la démission du ministre français de l'Économie et des Finances, ainsi qu'à la diffusion de rumeurs faisant état de nouvelles démissions.

## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 juillet 1995 au 31 août 1995



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

Mise à jour le 5 septembre 1995

Ces facteurs expliquent les moins bonnes performances du marché français par rapport à celles des autres grands marchés obligataires. Ainsi, l'écart de rendement entre les emprunts phares français et allemand est revenu en fin de mois à son niveau de fin juillet, 66 points de base, après s'être situé à la fin de la première quinzaine autour de 57 points de base. Au total donc, cette dégradation relative est restée contenue, le niveau des spreads s'étant constamment en dessous de ceux que l'on observait couramment en juin (60 points de base à 65 points de base, contre 75 points de base à 80 points de base).

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

(arrêtée au 8 septembre)

Les marchés de taux d'intérêt ont été orientés de manière relativement favorable au cours des premiers jours du mois de septembre.

Les rendements interbancaires se sont repliés en raison de l'amélioration de la tenue du franc sur les marchés de change ainsi que de la baisse du taux des prises en pension allemand de 10 points de base, à 4,20 %.

Dans ce contexte, le marché des titres d'État a également enregistré une amélioration modérée. Le taux de l'emprunt phare cède 7 points de base, passant de 7,38 % le 31 août à 7,31% le 8 septembre. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund est revenu de 76 points de base à 70 points de base.

## 5.2. Les émissions

Au cours du mois d'août, l'encours global des titres de créances négociables a gagné près de 21 milliards de francs. Cette progression est à mettre à l'actif des certificats de dépôt, avec une hausse de 5 milliards de francs, mais surtout des billets de trésorerie, dont l'augmentation a dépassé 11 milliards de francs.

L'encours des bons à moyen terme reste stable et celui des bons des institutions et sociétés financières augmente de 3 milliards de francs. Les taux d'intérêt payés par les émetteurs se sont inscrits en baisse et les entreprises jugent leur niveau actuel intéressant. Le marché primaire a fait l'objet d'une activité assez soutenue.

Sur le marché primaire obligataire, la traditionnelle pause estivale, amorcée dès la mi-juillet, s'est prolongée en août et l'activité s'est fortement ralentie.

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

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires, à 773,2 milliards de francs le 25 août, contre 768,2 milliards le 31 juillet et 776,9 milliards le 30 juin.

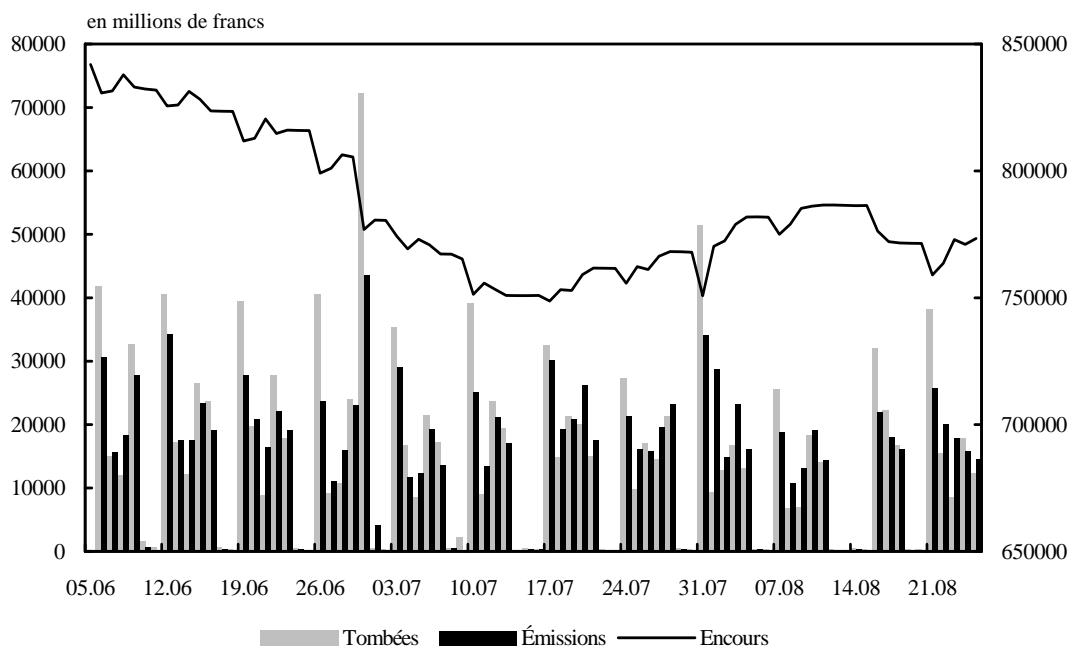
Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 25 août ont atteint 346,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 379,6 milliards en juillet et 560,3 milliards en juin (341,2 milliards de francs, contre 388,3 milliards et 630,3 milliards pour les tombées).

Les encours de cinq émetteurs ont progressé de plus de 3 milliards de francs entre le 31 juillet et le 25 août. Il s'agit de la Caisse des dépôts et consignations (+ 12,8 milliards de francs), la Société générale (+ 6,7 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 3,8 milliards), la Banque française du Commerce extérieur (+ 3,7 milliards), et la Compagnie parisienne de réescompte (+ 3,1 milliards).

Pour la même période, seuls deux émetteurs ont enregistré une baisse de leur encours supérieure à 2 milliards de francs : la Caisse nationale de crédit agricole (- 4,6 milliards de francs) et la Banque Indosuez (- 4,4 milliards).

Les émissions du mois par durée initiale se répartissent comme suit.

Durée	Montant	
	(en milliards de francs)	(en pourcentage)
De 10 jours à moins d'1 mois.....	45,4	13,12
D'1 mois à moins de 3 mois.....	225,5	65,13
De 3 mois à moins de 6 mois.....	66,2	19,10
De 6 mois à un an.....	9,1	2,65
Total .....	346,2	100,00

**CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES**

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

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

Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 383, le 25 août 1995.

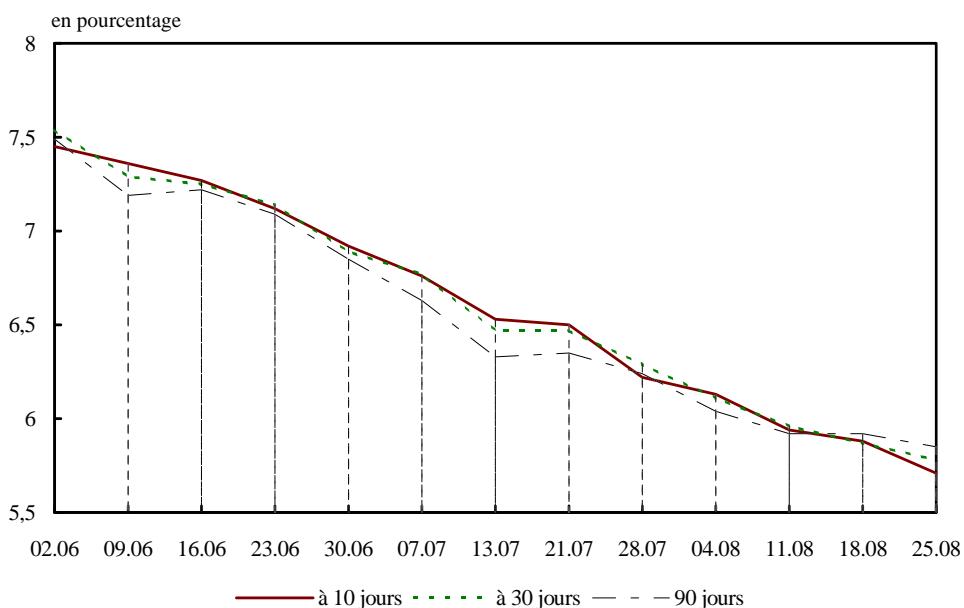
**TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN**

(en pourcentage)

	31 juillet au 4 août	7 au 11 août	14 au 18 août	21 au 25 août
Certificats à 10 jours (moyenne).....	6,13	5,94	5,88	5,71
Certificats à 30 jours (moyenne).....	6,11	5,96	5,87	5,78
Certificats à 90 jours (moyenne).....	6,04	5,92	5,92	5,85
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	5,35	5,83	5,20	5,00
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	6,29	6,02	6,04	6,00

Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 383, le 25 août 1995.

### 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 1<sup>er</sup> septembre 1995

### Bons à moyen terme négociables (BMTN)

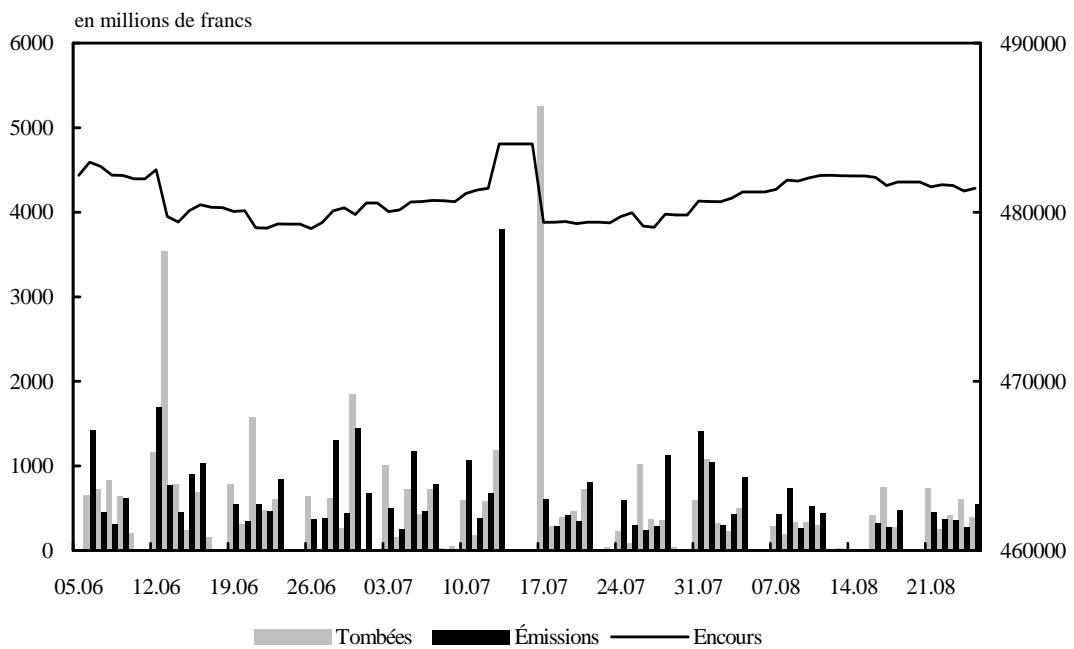
Les BMTN ont atteint un encours de 481,4 milliards de francs le 25 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 479,9 milliards au 31 juillet ainsi qu'au 30 juin.

Les émissions se sont élevées à 9,5 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 25 août, contre 14,9 milliards en juillet et 19,9 milliards en juin.

Enfin, 231 émetteurs avaient un encours en gestion au 25 août, contre 230 à fin juillet et 233 fin juin.

Les émissions du mois par durée initiale se répartissent comme suit.

Durée	Montant	
	(en milliards de francs)	(en pourcentage)
D'1 an 1 jour à moins de 2 ans.....	3,4	36,19
De 2 ans à moins de 3 ans .....	2,9	30,50
De 3 ans à moins de 5 ans .....	0,9	9,11
De 5 ans à moins de 7 ans .....	1,0	10,93
De 7 ans et plus.....	1,3	13,27
Total.....	9,5	100,00

**BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES**

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

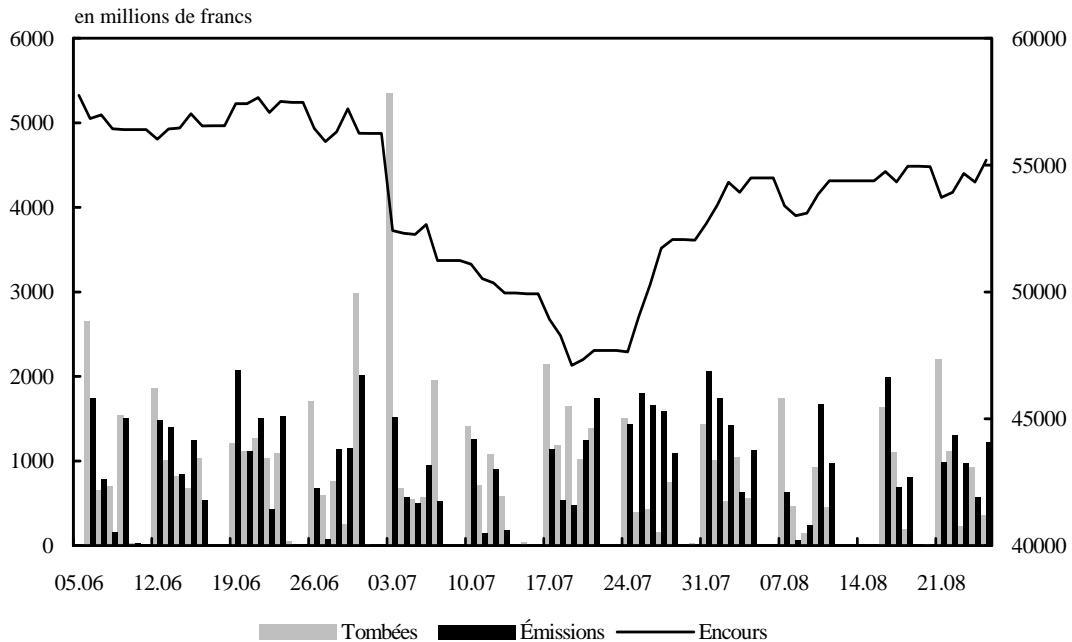
Mise à jour le 1<sup>er</sup> septembre 1995

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

L'encours de ces bons se montait à 55,2 milliards de francs le 25 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 52,1 milliards le 31 juillet et 56,3 milliards le 30 juin. Le montant des émissions s'est établi à 19,2 milliards de francs pour le mois d'août, contre 19,3 milliards en juillet et 24,5 milliards en juin.

Les émissions du mois par durée initiale se répartissent comme suit.

Durée	Montant	
	(en milliards de francs)	(en pourcentage)
De 10 jours à moins d'1 mois .....	0,1	0,65
D'1 mois à moins de 3 mois .....	12,5	65,05
De 3 mois à moins de 6 mois.....	5,1	26,32
De 6 mois à un an.....	1,5	7,98
Total .....	19,2	100,00

**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 1<sup>er</sup> septembre 1995

***Billets de trésorerie (BT)***

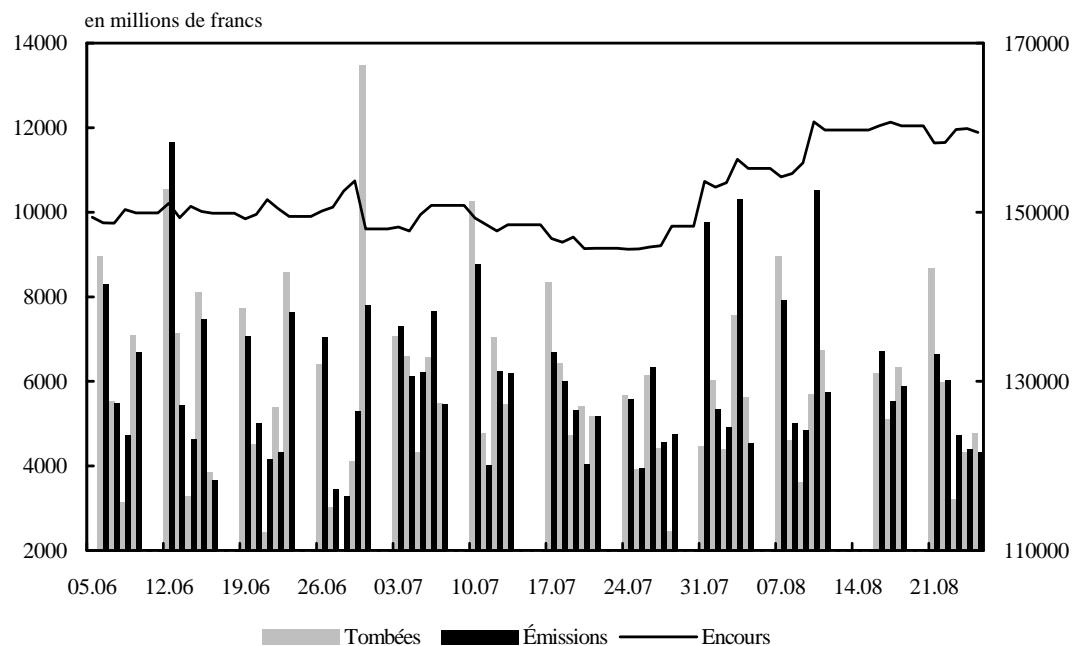
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 159,4 milliards de francs le 25 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 148,3 milliards le 31 juillet et 148 milliards le 30 juin.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 25 août a atteint 113,3 milliards de francs, contre 110,5 milliards en juillet et 137,6 milliards en juin (respectivement 102,2 milliards de francs, contre 110,2 milliards et 136,1 milliards pour les tombées).

Quatre émetteurs ont accru leur encours de plus de 500 millions de francs entre le 31 juillet et le 25 août : Total CFP (+ 5,3 milliards de francs), Électricité de France (+ 1,7 milliard), LVMH (+ 0,7 milliard), et Financière Agache (+ 0,7 milliard) ; dans le même temps, seuls deux émetteurs ont réduit leur encours dans des proportions identiques : Sofira (- 1,8 milliard de francs) et Carrefour (- 1 milliard).

Les émissions du mois par durée initiale se répartissent comme suit.

Durée	Montant	
	(en milliards de francs)	(en pourcentage)
De 10 jours à moins d'1 mois .....	9,7	8,59
D'1 mois à moins de 3 mois .....	88,0	77,69
De 3 mois à moins de 6 mois .....	15,4	13,62
De 6 mois à un an .....	0,2	0,10
Total .....	113,3	100,00

**BILLETS DE TRÉSORERIE**

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

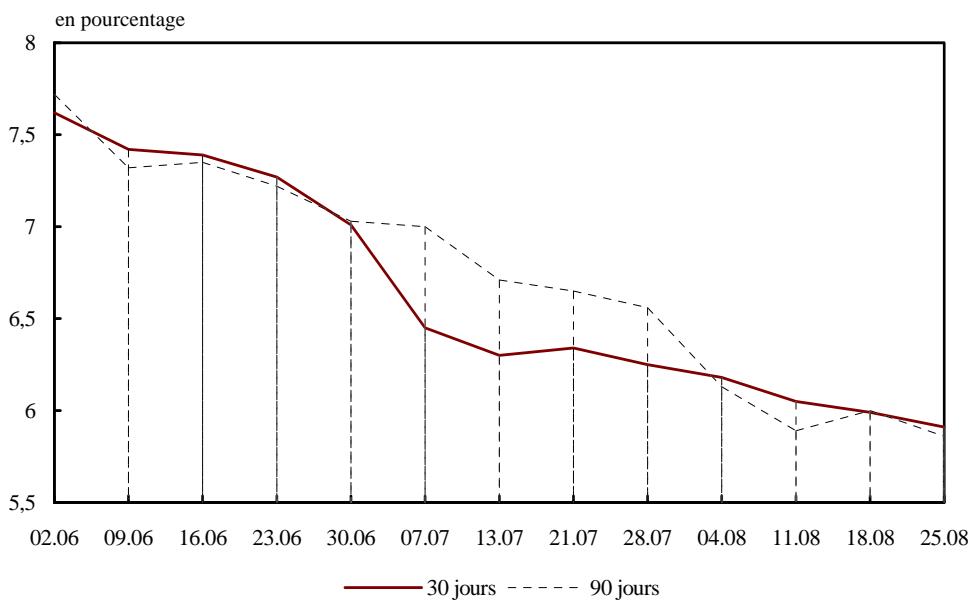
Mise à jour le 1<sup>er</sup> septembre 1995

Le 25 août, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 101.

**TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT**

(en pourcentage)

		31 juillet au 4 août	7 au 11 août	14 au 18 août	21 au 25 août
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,92	5,87	5,82	5,57
	Plus haut	6,36	6,22	6,15	6,03
TIOP à un mois	Plus bas	6,11	6,09	6,00	5,75
	Plus haut	6,33	6,22	6,06	6,00

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

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

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

**Répartition par catégorie de détenteurs**

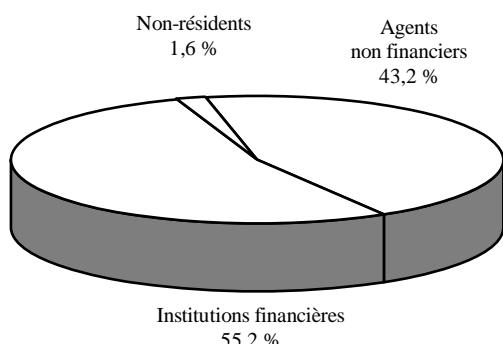
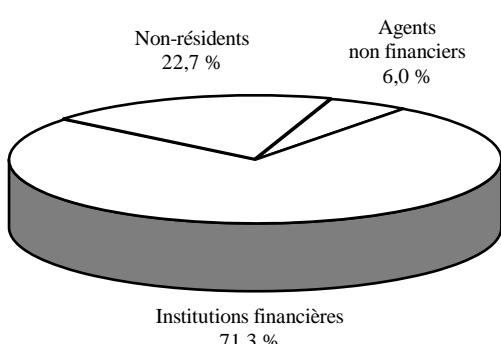
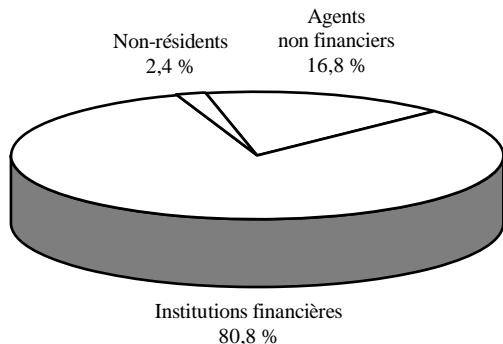
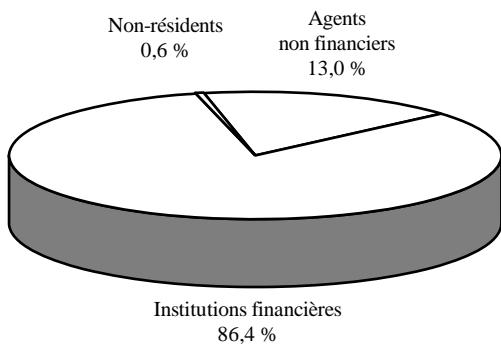
(statistiques à fin juillet 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables est revenu de 2 591,1 milliards de francs à 2 576,1 milliards d'une fin de mois à l'autre. L'encours des certificats de dépôt s'est contracté de 26,7 milliards de francs en juillet et revient à 795 milliards. Le volume émis en bons du Trésor en francs a progressé de 9,5 milliards de francs et atteint 1 074,5 milliards.

La part de détention des agents non financiers s'est repliée assez nettement en juillet sur les billets de trésorerie (- 1,8 point) et dans une moindre mesure sur les certificats de dépôt (- 0,2 point). Elle s'est en revanche accrue sur les bons de Trésor (+ 0,5 point) et les BMTN en francs (+ 0,2 point). Sur un an, les agents non financiers ont renforcé leur détention sur l'ensemble des titres de créances négociables, notamment sur les certificats de dépôt (+ 10,3 points) et les BMTN (+ 4,3 points).

La part des bons du Trésor détenus par les non-résidents s'est accrue (+ 1,2 point).

La détention des institutions financières s'est notamment réduite en bons du Trésor (- 1,7 point) et s'est renforcée en billets de trésorerie (+ 1,5 point).

**CERTIFICATS DE DÉPÔT  
(en francs)****BONS DU TRÉSOR  
(en francs et écus)****BMTN EN FRANCS  
(tous émetteurs confondus)****BILLETS DE TRÉSORERIE**

### 5.2.2. Les Sicav

En juillet, l'encours global des Sicav s'est accru de 28,6 milliards de francs et a atteint 1 698,8 milliards. Cette progression est essentiellement due à l'effet performance (positif sur chacune des catégories de Sicav), les souscriptions nettes étant restées très faibles (1,5 milliard de francs).

L'actif net des Sicav monétaires a augmenté de 22,5 milliards de francs et s'est situé à 931,5 milliards. Les souscriptions nettes se sont élevées à 8,2 milliards de francs et l'effet performance à 4,9 milliards.

L'actif net des Sicav « obligations et autres titres de créances » a peu varié et s'est établi à 472,9 milliards de francs, après 472,4 milliards en juin. Les rachats nets ont atteint 5,2 milliards de francs (5,3 milliards en juin).

Les encours des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » ont progressé respectivement de 5,1 milliards de francs et 0,4 milliard pour s'établir à 177,9 milliards et 115,1 milliards. Les rachats nets ont été, pour les premières, de 0,3 milliard de francs et, pour les secondes, de 1,1 milliard.

		<b>SICAV : ACTIF NET ET SOUSCRIPTIONS (a)</b>				
		(en milliards de francs)				
		1994		1995		
		Décembre	Mai	Juin	Juillet	
Sicav monétaires	Actif net	965,3	919,0	909,0	931,5	
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	13,5	-15,2	8,2	
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-153,7	-70,3	-85,5	-77,4	
Sicav obligations	Actif net	500,7	478,2	472,4	472,9	
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-4,4	-5,3	-5,2	
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-107,4	-34,2	-39,5	-44,7	
Sicav actions	Actif net	180,5	176,5	172,8	177,9	
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-0,5	-0,6	-0,3	
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	10,5	-3,4	-4,0	-4,4	
Sicav diversifiées	Actif net	119,4	116,3	114,7	115,1	
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-0,6	-1,4	-1,1	
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-5,4	-5,7	-7,1	-8,1	
Sicav garanties	Actif net	1,3	1,4	1,3	1,4	
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,1	0,0	0,0	
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	0,1	0,1	0,0	0,0	
Total Sicav	Actif net	1 767,2	1 691,4	1 670,2	1 698,8	
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	8,0	-22,6	1,5	
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-255,9	-113,5	-136,1	-134,5	

(a) Données brutes

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

Mise à jour le 7 août 1995

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en août

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

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte dominé par la poursuite de la détente des taux d'intérêt à court terme en France, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc s'est fortement ralenti, poursuivant la traditionnelle pause estivale amorcée dès la mi-juillet. La dernière semaine a toutefois enregistré un retour des grands émetteurs sur le marché intérieur.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue n'ont ainsi atteint que 28 milliards de francs, après 42 milliards en juillet. Près de 85 % des titres réglés en août ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1995	8 mois 1995	8 mois 1994	Année 1994		Août 1995	8 mois 1995	8 mois 1994	Année 1994
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
22,4	182,0	167,1	261,5	État	22,4	137,9	139,4	195,1
1,8	38,0	44,3	67,9	Établissements de crédit et assimilés	- 3,3	0,2	-21,6	- 16,0
	23,9	35,9	44,4	Sociétés non financières	- 1,9	6,6	7,6	6,1
-	-	23,8	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 2,6	21,2	19,0
<b>24,2</b>	<b>243,9</b>	<b>271,0</b>	<b>398,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>17,0</b>	<b>142,1</b>	<b>146,6</b>	<b>204,2</b>
-	6,0	5,0	5,0	<b>Non-résidents</b>		<b>4,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>
<b>24,2</b>	<b>249,9</b>	<b>276,0</b>	<b>403,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>17,0</b>	<b>146,8</b>	<b>150,3</b>	<b>207,9</b>
-	8,9	4,9	8,7	dont émissions en écus (b)	-	<b>8,9</b>	<b>2,8</b>	<b>6,5</b>
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
-	2,1	40,5	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 4,2	- 18,3	28,4	32,1
1,5	4,3	13,0	14,4	Sociétés non financières	1,5	3,8	10,5	11,9
-	-	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,5	0,5
<b>1,5</b>	<b>6,4</b>	<b>54,3</b>	<b>61,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 2,7</b>	<b>- 14,5</b>	<b>39,4</b>	<b>44,5</b>
<b>2,7</b>	<b>30,0</b>	<b>52,8</b>	<b>78,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>- 2,7</b>	<b>13,1</b>	<b>44,4</b>	<b>67,9</b>
<b>4,2</b>	<b>36,3</b>	<b>107,1</b>	<b>140,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>-</b>	<b>- 1,4</b>	<b>83,8</b>	<b>112,4</b>
-	-	5,0	5,0	dont émissions en écus	- 0,7	- 9,3	- 2,5	- 4,3
-	-	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	- 0,7	- 5,2	1,4	-

(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 5 septembre 1995

La **collecte des résidents** est ressortie à 26 milliards de francs (41 milliards en juillet), soit 90 % des émissions réglées en août.

<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		
Août 1995	8 mois 1995	8 mois 1994		Août 1995	8 mois 1995	8 mois 1994
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>						
22,4	173,2	162,1	252,8	État	224	129,0
1,8	40,0	80,4	109,9	Établissements de crédit et assimilés	- 6,9	- 12,9
1,5	28,2	48,9	58,9	Sociétés non financières	- 0,4	10,4
-	-	24,6	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 2,6
<b>25,8</b>	<b>241,4</b>	<b>316,1</b>	<b>447,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>15,0</b>	<b>123,9</b>
<b>2,7</b>	<b>36,0</b>	<b>57,1</b>	<b>83,1</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>2,7</b>	<b>22,0</b>
<b>28,5</b>	<b>277,4</b>	<b>373,2</b>	<b>530,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>17,7</b>	<b>145,9</b>
24,2	241,1	271,1	394,8	dont émissions intérieures	17,7	138,0
24,2	235,0	266,1	389,8	dont émissions intérieures des résidents	17,7	133,2
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>						
-	8,9	4,9	8,7	État	-	8,9
-	-	4,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	- 0,7	- 5,2
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-
-	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>13,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 0,7</b>	<b>3,7</b>
-	-	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>Non-résidents</b>	-	- 4,2
-	<b>8,9</b>	<b>9,9</b>	<b>13,7</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 0,5</b>
-	8,9	4,9	8,7	dont émissions intérieures	-	8,9
-	8,9	4,9	8,7	dont émissions intérieures des résidents	-	8,9

(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 5 septembre 1995

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 22,4 milliards de francs (29,6 milliards en juillet). Les fonds ont été levés en francs sur trois lignes, l'OAT 7,75 % octobre 2005 créée en avril dernier <sup>1</sup>, l'OAT 8,50 % octobre 2008 et l'OAT 8,50 % novembre 2002. Lors de l'adjudication du 3 août, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 18 milliards de francs, soit le milieu de la fourchette annoncée (17 milliards à 19 milliards de francs), auquel il faut ajouter 2,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 7,34 %, en baisse de 22 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

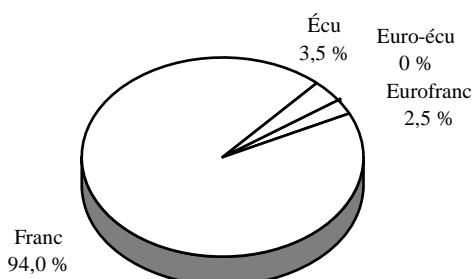
<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 3 au 24 août) ont atteint 0,9 milliard de francs. Son taux de rendement actuel a été fixé à 7,06 %.

**Hors État**, la collecte des résidents, réalisée pour moitié sur le marché intérieur<sup>1</sup>, n'a atteint que 3 milliards de francs (12 milliards en juillet et 14 milliards en juin). Les **établissements de crédit** ont levé un peu moins de 2 milliards de francs sur le marché intérieur et les **sociétés non financières** 1,5 milliard de francs sur le compartiment international.

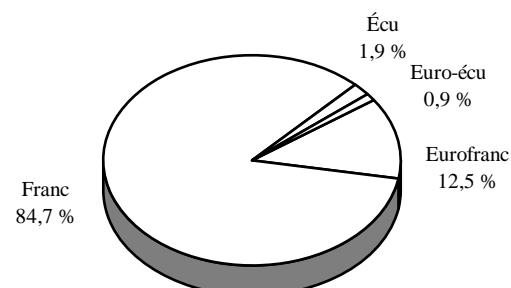
Les **non-résidents** ont levé près de 3 milliards de francs, après 1 milliard en juillet.

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

8 mois 1995

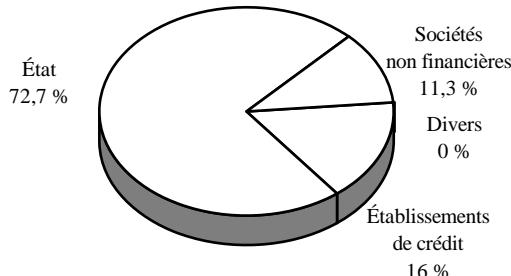


Année 1994



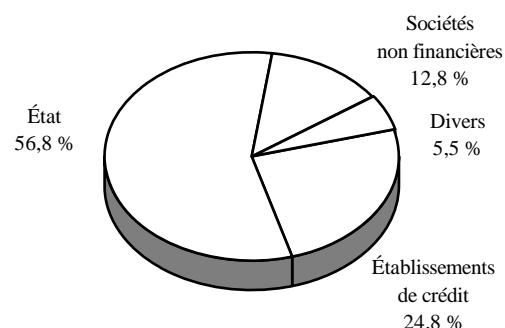
### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

8 mois 1995



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

Année 1994



Mise à jour le 5 septembre 1995

Au terme des huit premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 250 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (325 milliards de francs) qui recensait l'emprunt de 22 milliards de francs émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) 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 au cours du premier semestre 1995.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (moins de 3 % 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 a légèrement fléchi d'une période sur l'autre. La part de l'État a représenté près de 73 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 98 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

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

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Juin 1995	Juillet 1995	7 mois 1995	7 mois 1994	Année 1994
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>11.8</b>	<b>27,1</b>	<b>134.1</b>	<b>165.8</b>	<b>267,6</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	1.8	11,4	20.9	49.9	74,6
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1.8	nd	nd	53.0	77,2
(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					
Sources : Crédit lyonnais (jusqu'en mars 1995) Société des bourses françaises et Banque de France (depuis avril 1995)					
Réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				Mise à jour le 8 septembre 1995	

Les émissions d'actions réglées en numéraire ont fortement progressé d'un mois sur l'autre, passant de 12 milliards de francs à 27 milliards. Au terme des sept premiers mois, leur montant (134 milliards de francs) a toutefois fléchi de 32 milliards d'une année sur l'autre.

Les émissions de titres cotés se sont également accrues en juillet pour s'établir à 11 milliards de francs, contre 2 milliards en juin. À fin juillet, elles n'atteignaient cependant que 21 milliards de francs, soit 16 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

<sup>1</sup> Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Bien orientée durant les trois premières semaines du mois, la tendance à la Bourse de Paris s'est nettement dégradée par la suite. Sur l'ensemble du mois, l'indice CAC 40 enregistre une baisse de 1,9 %.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a été orientée à la hausse durant les trois premières semaines d'août sous l'effet de la poursuite du mouvement de baisse des taux courts, et de la remontée du dollar qui a suscité un courant d'achat sur les valeurs exportatrices. Les volumes échangés sont cependant restés très limités en raison de la période estivale.

L'indice CAC 40 a atteint son plus haut niveau depuis mai, à 1 984,44 le 21 août. Puis, la tendance s'est retournée en raison de plusieurs facteurs convergents :

- les craintes d'un alourdissement de la taxation de l'épargne dans la prochaine loi de finances. Les sociétés d'assurance, en particulier, ont subi d'importants dégagements en raison des perspectives de remise en cause des avantages fiscaux des produits d'assurance-vie ;
- les difficultés rencontrées par certaines sociétés (Eurotunnel, Rhône Poulenc) ;
- enfin, l'annonce de la démission du ministre de l'Économie et des Finances le 25 août.

Au total, la Bourse de Paris s'est nettement moins bien comportée que les autres grands marchés européens qui ont enregistré une légère hausse au cours du mois d'août.

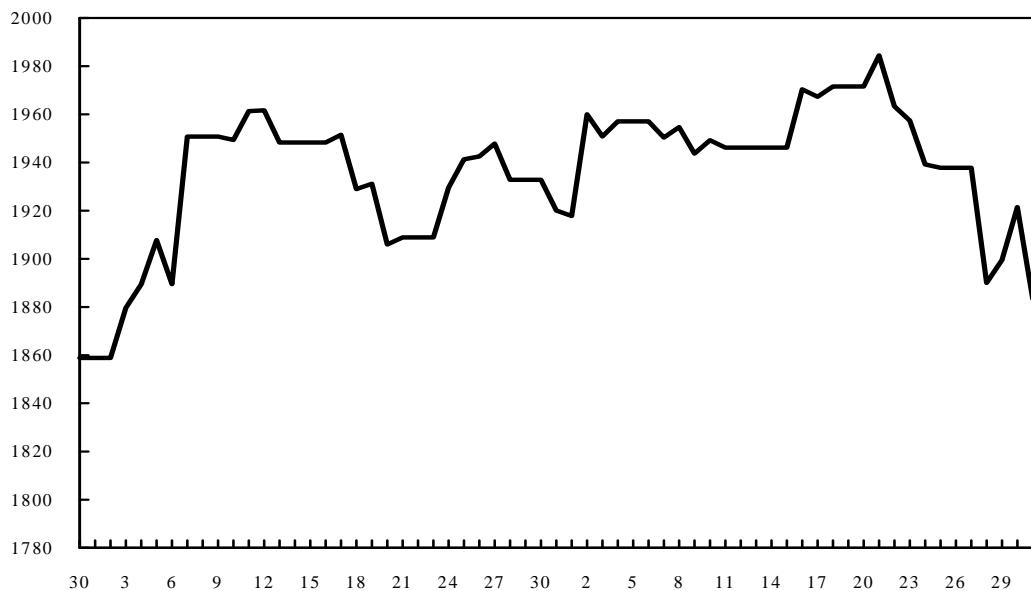
À Tokyo, l'indice Nikkei a poursuivi son mouvement de hausse sous l'effet de la remontée du dollar. En revanche, New York a subi un mouvement de consolidation, après la forte hausse enregistrée par l'indice Dow Jones depuis le début de l'année.

INDICES BOURSIERS				
	31 juillet 1995	31 août 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones) .....	4 708,47	4 610,56	-2,00	20,24
Londres (FT 100).....	3 463,30	3 477,80	0,40	13,45
Tokyo (Nikkei) .....	16 677,53	18 117,22	8,60	-8,14
Paris (CAC 40).....	1 920,04	1 883,39	-1,90	0,12
Francfort (Dax) .....	2 218,74	2 238,31	0,80	6,25

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

Mise à jour le 5 septembre 1995

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 30 juin au 31 août 1995



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

Mise à jour le 5 septembre 1995

#### 5.3.2. La tendance au début du mois de septembre (arrêtée au 8)

Au cours de la première semaine de septembre, la Bourse de Paris a été orientée à la baisse, perdant 1,51 %. Les craintes d'un alourdissement de la taxation sur l'épargne ont continué à peser sur la tendance.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Au cours du mois de juillet, l'*agrégat de monnaie M3* a progressé de 1,0 %. Ce mouvement provient d'une hausse marquée (+ 1,5 %) des placements rémunérés à taux de marché qui composent l'agrégat M3 – M2, en particulier des comptes à terme et des titres d'OPCVM monétaires. Les agrégats de monnaie étroits ont augmenté de façon modérée : + 0,4 % pour les moyens de paiement (M1) et + 0,6 % pour les placements sur les livrets rémunérés à taux réglementés (M2 – M1).

Sur un an, entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 1,5 %, celle de M2 à 4,6 % et celle de M3 à 4,3 %.

La croissance de l'*épargne contractuelle (P1)* reste très ferme (+ 1,2 % au cours du mois de juillet, + 11,2 % sur les douze derniers mois). Sur un an, l'évolution des plans d'épargne-logement (+ 13,1 %) et des plans d'épargne populaire (+ 15,0 %) est toujours dynamique.

À fin juin, la croissance de l'*endettement intérieur total*, en glissement sur douze mois, s'est de nouveau renforcée (+ 5,3 %, après + 4,7 % à fin mai). Le développement des financements levés sur les marchés de capitaux internes reste soutenu (+ 13,8 % sur un an). La reprise de la progression des crédits à l'économie se confirme (+ 0,7 % au cours du mois de juin, + 1,2 % sur douze mois).

**LES AGRÉGATS MONÉTAIRES**  
**Les agrégats de monnaie et de placement**

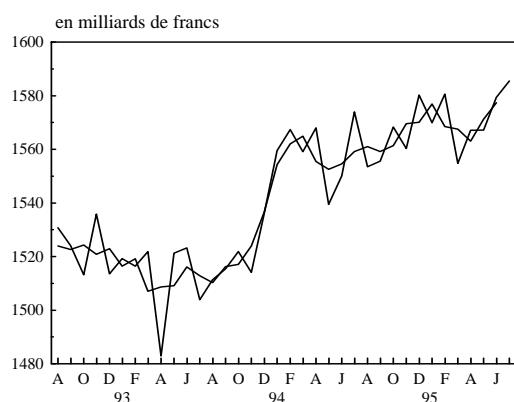
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin juillet 1995	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Mai 1995 (a) en pourcentage	Juin 1995 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
– M1 .....	1 612,3	0,4	1,2	1,5
– M2 .....	2 954,7	0,5	4,6	4,6
– M3 .....	5 316,7	1,0	3,9	4,3
– M4 .....	5 404,8	1,0	4,5	4,8
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
– P1 .....	1 522,5	1,2	11,2	11,2
<b>Statistiques à fin juin 1995</b>			Variations sur 12 mois en glissement	
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>			Avril 1995 en pourcentage	Mai 1995 en pourcentage
– Endettement intérieur total .....	10 448,5	4,4	4,7	5,3
– Ensemble des crédits à l'économie ....	6 414,7	0,5	0,6	1,2
– Crédits des banques à l'économie.....	3 633,7	-0,3	-0,2	1,4

(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 0,4 % ; M2 : 4,2 % ; M3 : 3,9 % ; M4 : 4,4 % ; P1 : 11,2 %

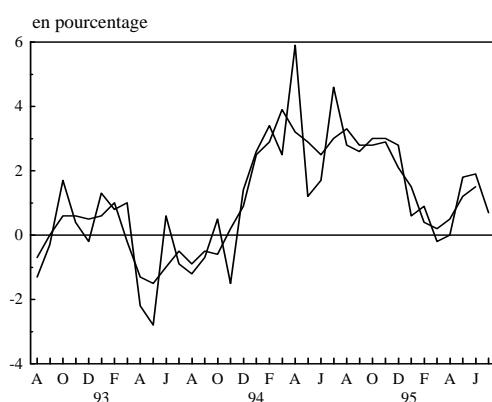
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 4 septembre 1995

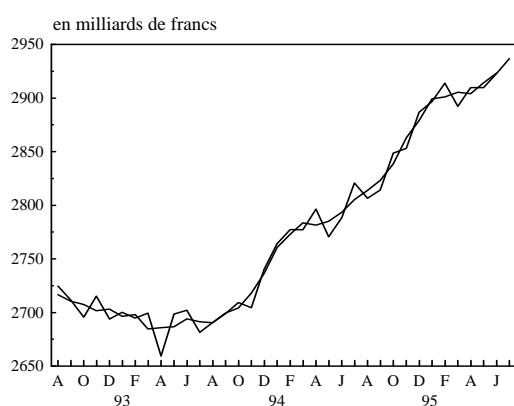
**M1**  
**Encours cvs**



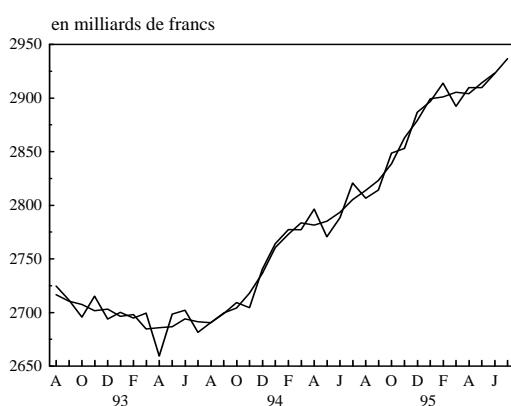
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



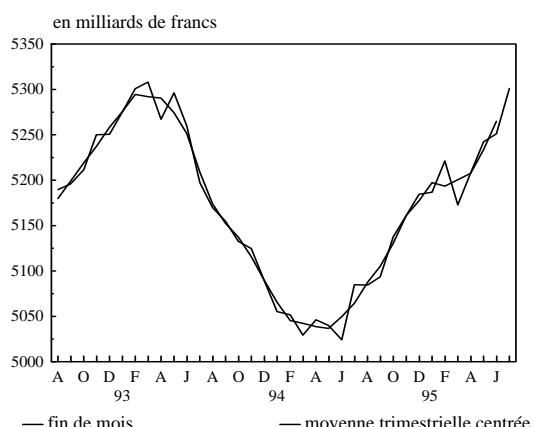
**M2**  
**Encours cvs**



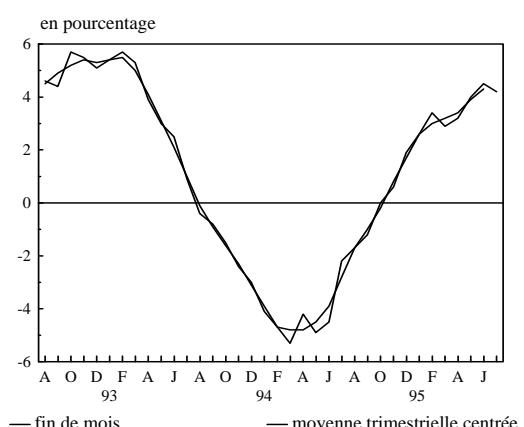
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



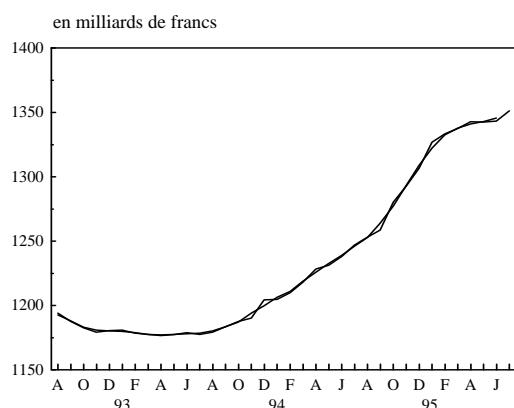
**M3**  
**Encours cvs**



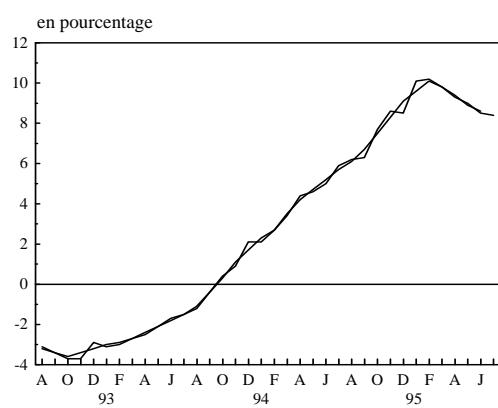
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



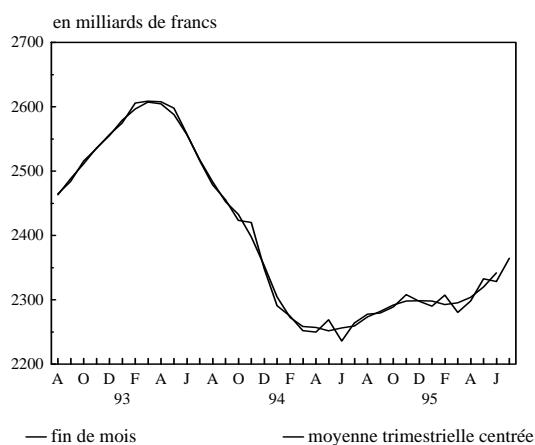
**M2 – M1**  
**Encours cvs**



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



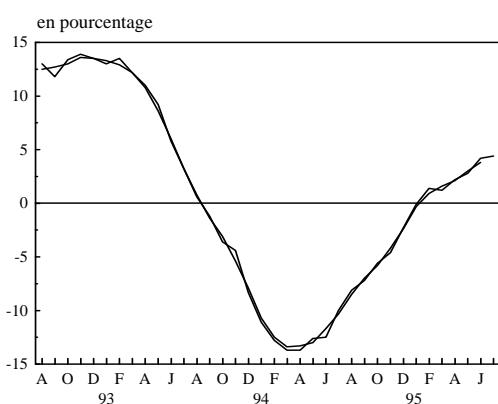
**M3 – M2**  
**Encours cvs**



— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

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



— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

## ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

Tableau non disponible

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

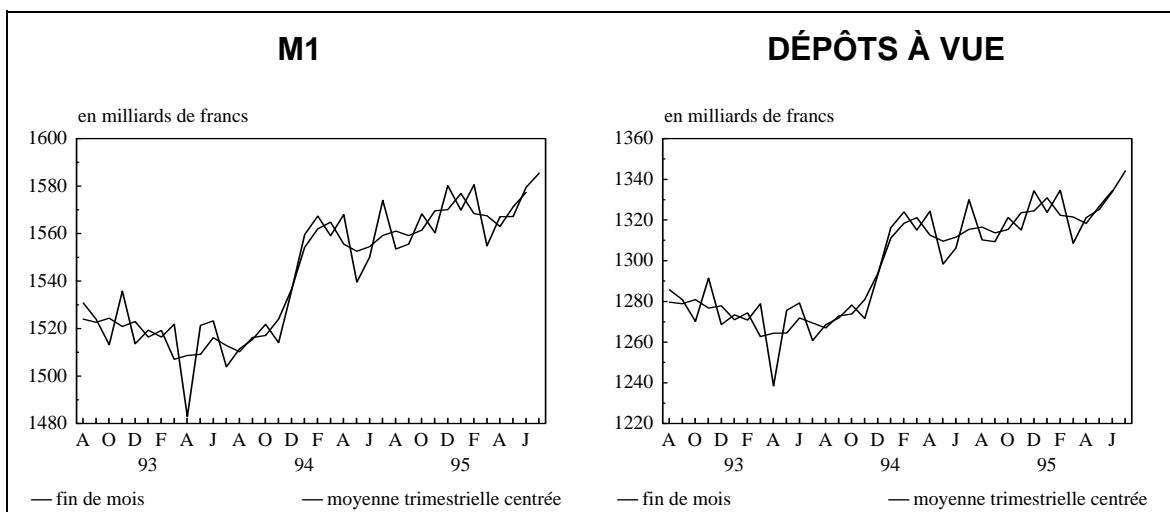
### Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle<sup>1</sup>

(statistiques à fin juillet 1995)

#### M1

En juillet, M1 a progressé de 0,4 %, après + 0,8 % le mois précédent. Entre moyennes trimestrielles centrées et sur un an, la croissance de M1 s'accélère un peu (+ 1,5 % à fin juillet, après + 1,2 % à fin juin et + 0,5 % à fin mai).

Le développement des dépôts à vue a été soutenu pour le deuxième mois consécutif, avec + 0,8 %, après + 0,7 %. En glissement annuel, leur croissance s'accélère depuis deux mois (+ 1,7 % à fin juillet, après + 1,3 % à fin juin).



Le volume des billets et des monnaies divisionnaires en circulation dans l'économie, très variable d'un mois sur l'autre, s'est nettement tassé en juillet (- 1,6 %), après la progression enregistrée en juin (+ 1,4 %). Sur un an, leur montant est resté stable.

#### M2 – M1

L'encours des placements à taux réglementés s'est accru nettement en juillet (+ 0,6 %), après deux mois de stabilité. Sur douze mois, le léger affaiblissement de sa progression, constaté depuis le début de l'année, se poursuit (+ 8,6 % à fin juillet, après + 8,9 % à fin juin et + 9,4 % à fin mai).

Les livrets A et bleus enregistrent une reprise, avec + 0,6 % en juillet et sur douze mois le tassement de leur progression s'atténue (+ 5,8 % à fin juillet, après + 6,0 % à fin juin et + 6,4 % à fin mai).

<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 inclus dans M4 – M3. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.

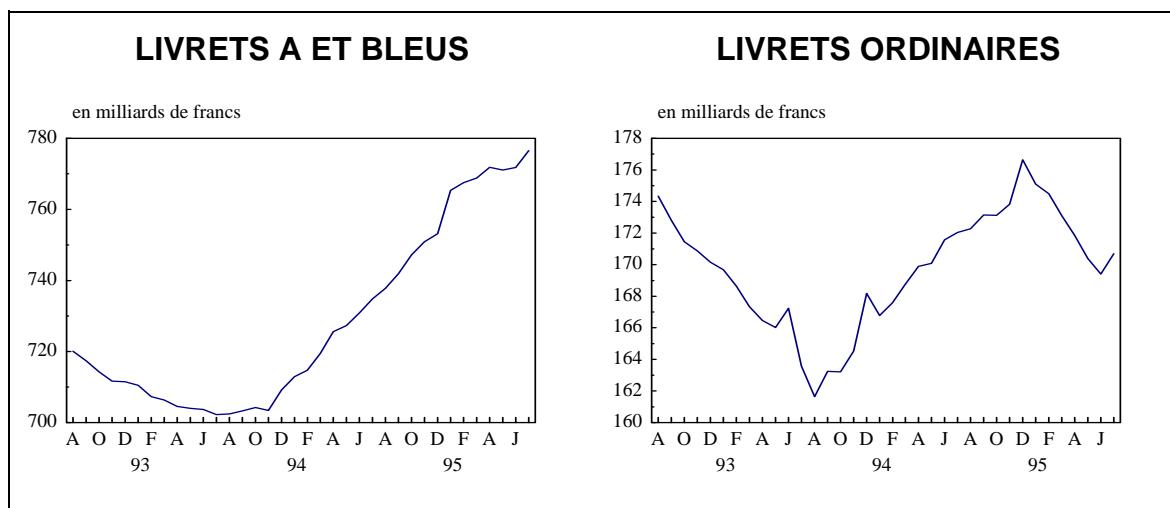
**LES AGRÉGATS MONÉTAIRES**  
**Les agrégats de monnaie et de placement**

Les comptes d'épargne-logement, après six mois consécutifs de baisse, se sont stabilisés en juillet (+ 0,1 %). Leur progression annuelle reste modique (+ 1,0 % à fin juillet, après + 1,2 % à fin juin).

Le ralentissement de la croissance des comptes pour le développement industriel (Codevi) s'est poursuivi en juillet avec + 0,6 %, après + 0,7 % en juin et + 1,6 % en mai. Sur douze mois, la progression des Codevi a atteint 45,6 % à fin juillet, en raison du relèvement de leur plafond en octobre 1994.

Les livrets d'épargne populaire ont progressé de 0,5 % en un mois et de 12,1 % en un an.

Les livrets soumis à l'impôt se sont redressés en juillet, avec une progression de + 0,8 %, après six mois de repli. Néanmoins, sur douze mois, ils sont en baisse de 0,6 %.



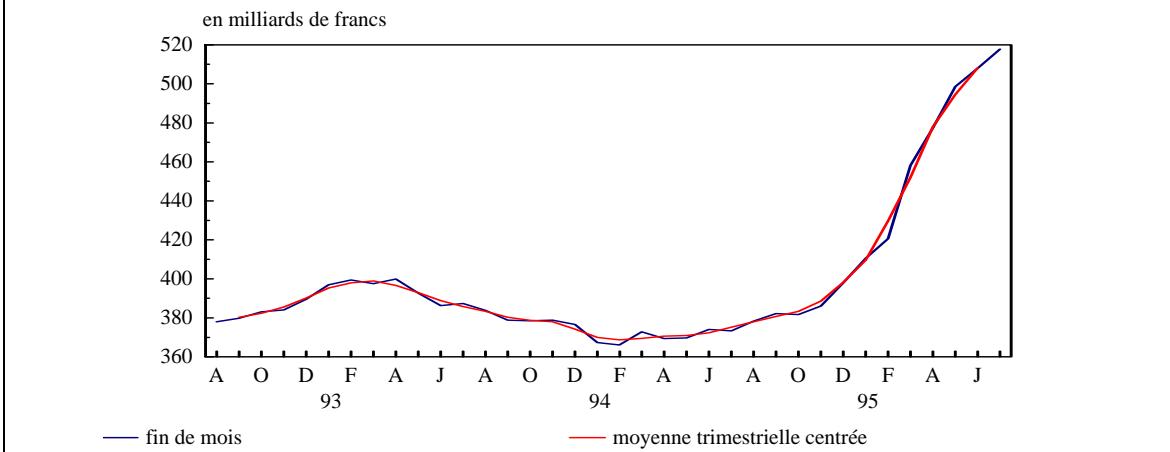
### **M3 – M2**

Les placements à taux de marché compris dans M3 – M2 se sont nettement développés en juillet (+ 1,5 %), après le léger recul de juin (- 0,2 %). Entre moyennes trimestrielles centrées et sur un an, la progression de M3 – M2 se confirme (+ 3,8 % à fin juillet, après + 3,0 % à fin juin).

En juillet comme en juin, la progression des dépôts à terme est restée forte (+ 1,9 %) et atteint désormais sur douze mois 36,5 %, contre 33,3 % le mois précédent. Cette croissance soutenue est liée à l'allégement de la fiscalité des comptes à terme à partir du mois de janvier.

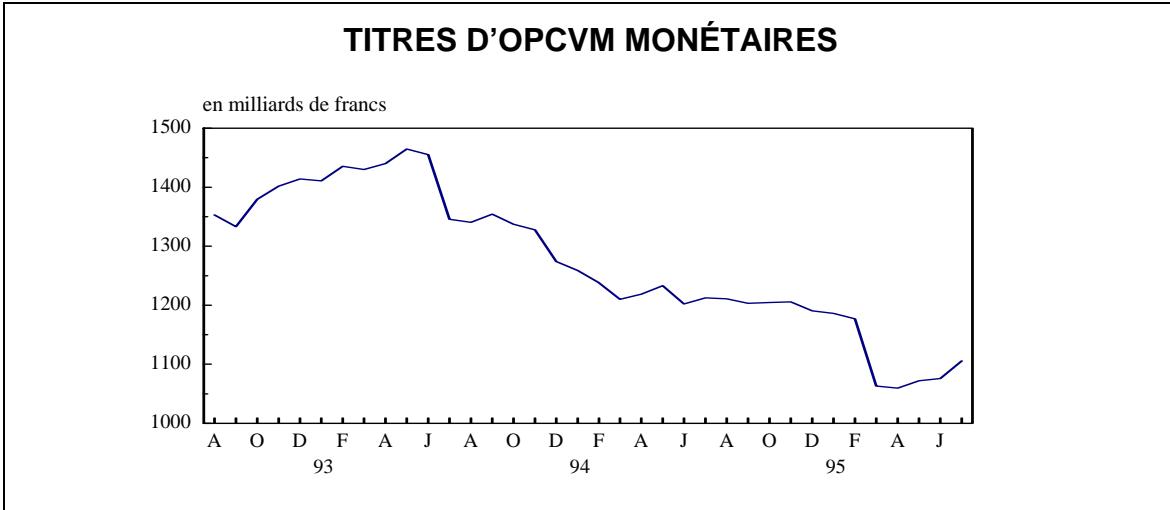
Les bons de caisse et d'épargne, quant à eux, se sont repliés de 0,8 % en juillet et de 6,2 % en un an.

### DÉPÔTS À TERME



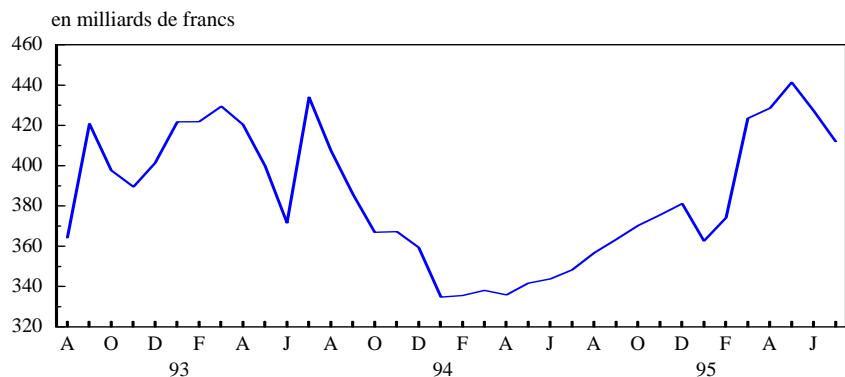
L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est accru pour le troisième mois consécutif (+ 2,7 % en juillet, après + 0,4 % en juin et + 1,2 % en mai). Leur évolution, en glissement annuel, ne s'infléchit toutefois que légèrement (- 10,8 % à fin juillet, après - 12,2 % à fin juin), et reste marquée par la forte baisse de l'encours enregistrée au mois de mars (- 9,7 %).

### TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



L'encours des certificats de dépôt et des bons à moyen terme négociables en francs émis par les banques et détenus par les agents non financiers résidents a déchu de 12,4 milliards de francs en juillet pour s'établir à 378,7 milliards. Globalement, l'encours des titres du marché monétaire inclus dans M3 – M2 a diminué de 3,5 % en juillet (après - 3,2 % en juin et + 3,0 % en mai).

### TCN INCLUS DANS M3 – M2

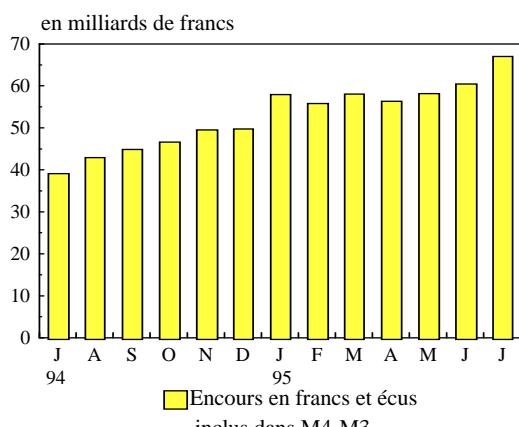


### **M4 – M3**

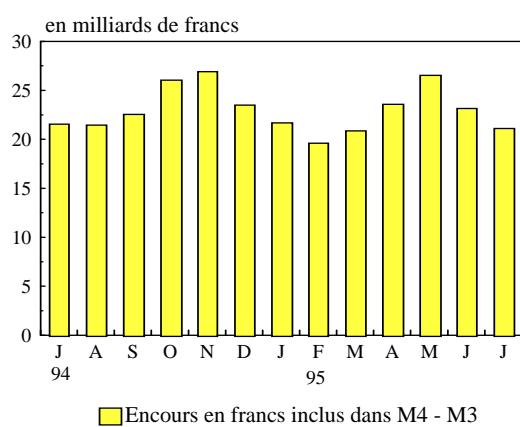
L'encours des bons du Trésor émis en francs et en écus est passé de 1 103,2 milliards de francs à 1 112,5 milliards (+ 9,3 milliards sur un mois et + 226,3 milliards sur un an). Le volume détenu par les agents non financiers résidents, repris dans M4 – M3, représente désormais 67 milliards de francs (+ 6,5 milliards par rapport à juin).

L'encours des titres de créances négociables émis sur le marché français par les entreprises a progressé en juillet (+ 5,7 milliards de francs) pour s'établir à 160,8 milliards. La détention des agents non financiers résidents s'est toutefois affaiblie (- 2 milliards de francs) et s'établit à 21,1 milliards.

### BONS DU TRÉSOR



### BILLETS DE TRÉSORERIE ET BMTN (a)



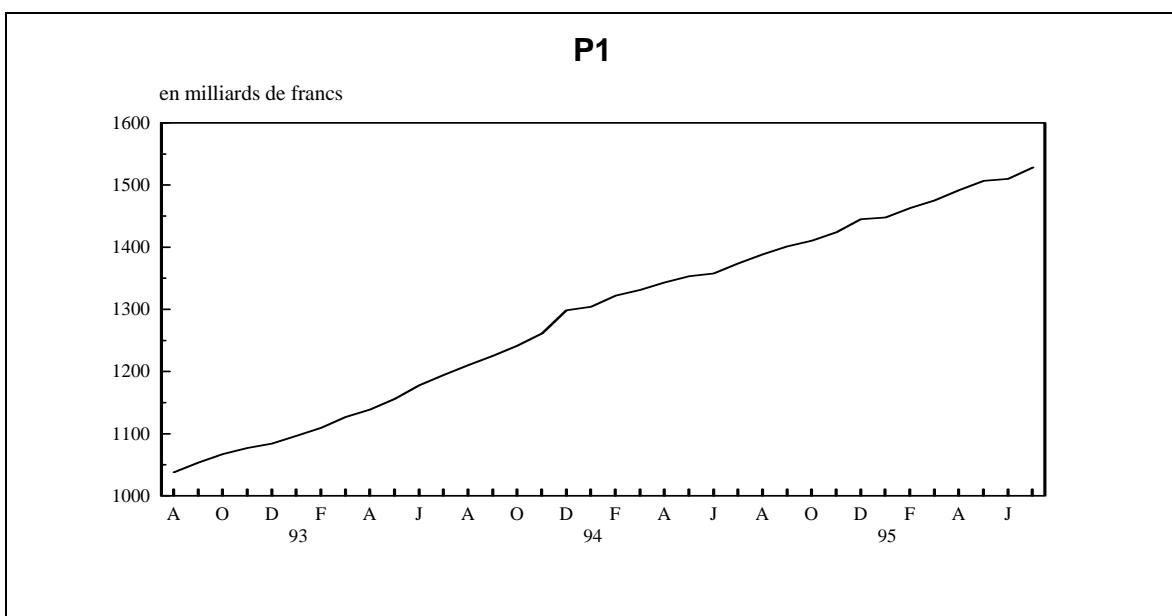
**P1**

Après une pause en juin (+ 0,2 %), le développement de l'agrégat P1 reprend en juillet sur un rythme soutenu (+ 1,2 %). La progression sur douze mois reste inchangée par rapport au mois précédent (11,2 %).

Le rythme de progression des plans d'épargne-logement est régulier depuis le début de l'année. En juillet, il a atteint 1,0 %, après 0,9 % en juin et 1,1 % en mai. Entre moyennes trimestrielles centrées et sur un an, il est de 13,1 %.

La croissance annuelle des plans d'épargne populaire s'établit en juillet à 15 %, presque sans changement depuis le début de l'année.

Les OPCVM « garantis » sont en nette croissance depuis plusieurs mois et représentent désormais 75,9 milliards de francs (+ 14,1 % sur un an).



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

### 6.2.1. Les crédits à l'économie

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

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

En juin, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont fortement progressé (0,7 %, après + 0,1 % à fin mai).

Sur douze mois, leur hausse s'est accentuée sensiblement (1,2 %, après 0,6 % à fin mai). Les crédits aux sociétés ont augmenté, de 0,8 %, pour la première fois depuis plusieurs mois. La progression des crédits aux ménages s'est légèrement renforcée (1,0 %, après 0,8 % à fin mai). La hausse des concours aux autres agents est restée soutenue, quoique moins vive qu'à la fin du mois précédent (3,3 %, après 4,9 % à fin mai).

<b>LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b>					
	(variations sur 12 mois en pourcentage)				
	1993		1994		1995
	Décembre	Décembre	Avril	Mai	Juin
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
– Total des crédits avant défaisance .....	-0,3	-1,3	0,5	0,6	1,2(a)
– Total des crédits après défaisance .....	-0,8	-1,3	0,5	0,6	1,2
– Sociétés .....	-5,3	-2,1	-0,7	-0,7	0,8
– Ménages .....	0,3	0,8	0,8	0,8	1,0
– Autres agents .....	14,0	-4,5	4,6	4,9	3,3
<b>BANQUES</b>					
– Total des crédits avant défaisance .....	-2,0	-1,0	-0,3	-0,2	1,4(b)
– Total des crédits après défaisance .....	-3,1	-2,1	-1,3	-1,2	0,4
– Sociétés .....	-6,5	-5,5	-4,5	-4,5	-1,8
– Ménages .....	0,1	1,1	1,3	1,2	1,9
– Autres agents .....	2,4	3,2	4,9	6,3	7,2
(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 0 milliard de francs au cours des 12 derniers mois.					
(b) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 37,4 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28					Mise à jour le 6 septembre 1995

Les crédits distribués par les seules banques ont enregistré, sur douze mois, une progression de 1,4 % à fin juin, alors qu'ils étaient en baisse depuis novembre 1993. Le recul des crédits aux sociétés s'est fortement amoindri (- 1,8 %, après - 4,5 %), alors que la hausse des crédits aux ménages s'est renforcée (1,9 %, après 1,2 % à fin mai). Les concours aux autres agents ont continué de progresser (7,2 %, après 6,3 % à fin mai).

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

### **Les crédits des banques**

En variation mensuelle, la progression des crédits des banques a été vive (1,3 %, après + 0,2 % en mai). Cette évolution a concerné tous les agents. Les crédits aux sociétés ont augmenté de façon soutenue (1,7 %, après + 0,3 % en mai), tandis que la hausse des crédits aux ménages s'est accentuée (0,8 %, après + 0,1 % en mai). Les crédits aux autres agents ont continué de progresser (0,9 %, après + 0,6 % en mai).

	<b>LES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE</b>				
	(en pourcentage)				
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1995		1995		
	Avril	Mai	Juin	Mai	Juin
<b>TOTAL avant défaisance</b> .....	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,4 (a)</b>
<b>TOTAL après défaisance</b> .....	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,4</b>
<b>SOCIÉTÉS</b> .....	1,3	0,3	1,7	-4,5	-1,8
– Investissement des sociétés .....	0,9	3,0	-0,3	1,8	1,9
– Trésorerie des sociétés .....	1,7	-1,2	4,6	-4,2	1,3
– Autres crédits .....	1,0	-0,3	-0,4	-11,5	-10,4
<b>MÉNAGES</b> .....	-0,2	0,1	0,8	1,2	1,9
– Habitat ménages .....	0,0	0,3	-0,3	2,6	2,0
– Trésorerie des particuliers .....	0,0	-0,3	4,2	-0,8	3,2
– Autres crédits .....	-0,9	0,1	1,1	-0,4	0,7
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS</b> .....	-2,8	0,6	0,9	6,3	7,2

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 37,4 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.

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

Mise à jour le 6 septembre 1995

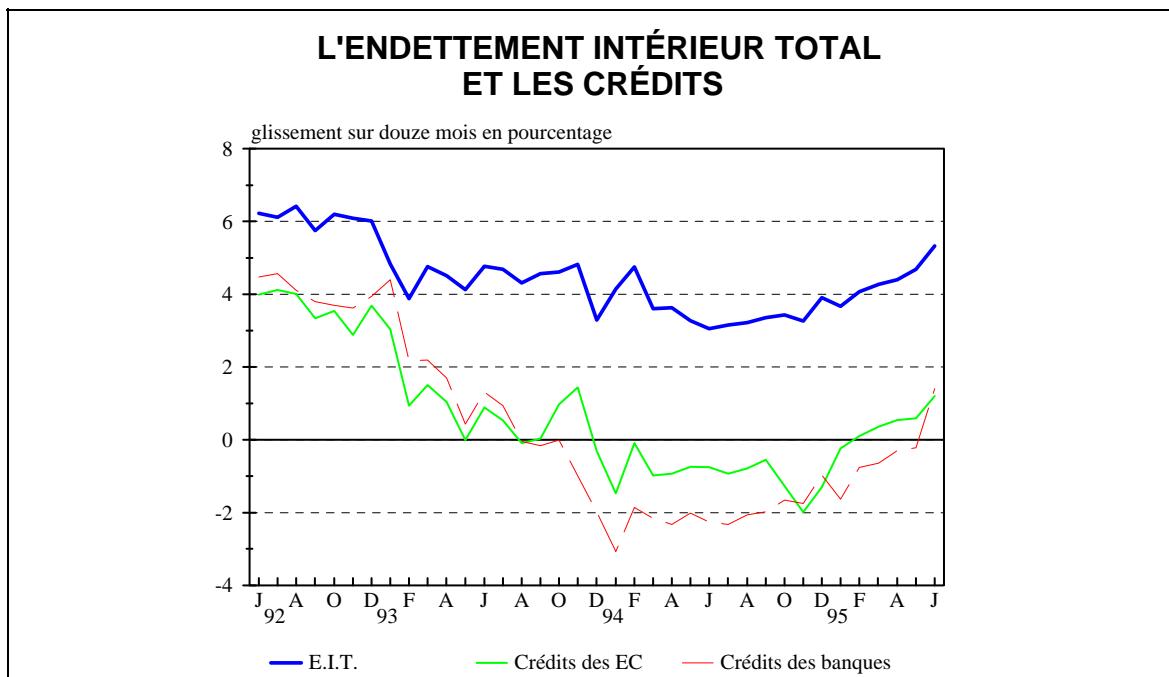
Les crédits à l'investissement se sont contractés de 0,3 %, après avoir augmenté de 3,0 % en mai. Toutefois, sur douze mois, leur croissance se stabilise (+ 1,9 %, après + 1,8 % à fin mai). Les crédits de trésorerie ont, pour leur part, fortement progressé (4,6 %, après - 1,2 % en mai), leur variation sur un an redevenant positive (1,3 %, après - 4,2 % à fin mai).

Les crédits à l'habitat aux ménages ont baissé de 0,3 % (après + 0,3 % en mai). Sur douze mois, leur hausse s'est atténuée (2,0 %, après 2,6 % à fin mai). Les crédits de trésorerie aux particuliers ont enregistré une croissance très soutenue (4,2 %, après - 0,3 %), du fait notamment d'une hausse des ventes à tempérament liée vraisemblablement à l'acquisition d'automobiles avant l'expiration de la prime « à la casse ». Ainsi, leur variation sur un an est redevenue nettement positive (3,2 %, après - 0,8 % à fin mai).

### 6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin juin 1995)

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'est sensiblement renforcée à fin juin (5,3 %), par rapport à fin mai (4,7 %). Cette accélération provient de la progression de l'endettement des sociétés (0,5 %), dont l'encours se contractait depuis 21 mois en glissement annuel (-1,0 % à fin mai). Les rythmes de croissance de l'endettement de l'État et des ménages se sont renforcés légèrement d'un mois sur l'autre, passant respectivement, de 16,5 % et 0,8 % à fin mai à 17,1 % et 1,0 % à fin juin. En revanche, l'endettement intérieur total des autres agents s'est quelque peu ralenti (2,6 %, après 4,1 % à fin mai).



La progression annuelle des crédits à l'économie a été nettement plus soutenue à fin juin (1,2 %) qu'à fin mai (0,6 %)<sup>1</sup>, tandis que celle des financements collectés sur les marchés internes accélérerait légèrement (13,8 %, après 12,3 % à fin mai). Les financements obtenus sur le marché monétaire ont en effet progressé de 20,3 % (après 16,2 % à fin mai), du fait d'un développement plus rapide de l'encours des bons du Trésor (25,9 %, après 21,7 % à fin mai). La contraction des financements recueillis par les sociétés s'est atténuée, revenant de -11,3 % à fin mai à -8,5 % à fin juin.

Sur le marché obligataire, la progression annuelle des capitaux levés par les agents non financiers a été légèrement plus rapide (10,3 %, après 10,1 % à fin mai). L'évolution de la dette obligataire des sociétés est en effet redevenue positive (0,3 %, après -0,9 % à fin mai), alors que celle des autres agents a continué de se contracter (-9,1 % à fin juin, après -8,2 % à fin mai). La dette obligataire de l'État a progressé à un rythme rapide (14,0 %, après 14,1 % à fin mai).

Enfin, la variation annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents a été négative à fin juin (-0,7 %, après 4,0 % à fin mai) et celle des obligations internationales émises par les sociétés s'est, pour sa part, renforcée (7,6 %, après 7,3 % à fin mai).

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

### L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

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

	1994	1995		
	Décembre	Avril	Mai	Juin
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance ..</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL après défaisance...</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
– État .....	18,5	16,1	16,5	17,1
– Sociétés .....	-1,5	-1,3	-1,0	0,5
– Ménage .....	0,8	0,8	0,8	1,0
– Autre .....	-2,3	3,9	4,1	2,6
CRÉDITS avant défaisance .....	-1,3	0,5	0,6	1,2
CRÉDITS après défaisance .....	-1,3	0,5	0,6	1,2
– Sociétés .....	-2,1	-0,7	-0,7	0,8
– Ménages .....	0,8	0,8	0,8	1,0
– Autres .....	-4,5	4,6	4,9	3,3
DETTE NON NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT (a) .....	40,9	3,3	13,3	8,6
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b).....	13,4	12,6	12,3	13,8
Sur le marché monétaire .....	15,3	16,6	16,2	20,3
– État .....	18,5	24,0	21,7	25,9
– Sociétés .....	-0,7	-17,5	-11,3	-8,5
Sur le marché obligataire .....	12,5	10,5	10,1	10,3
– État .....	14,6	14,5	14,1	14,0
– Sociétés .....	2,0	-0,8	-0,9	0,3
– Autres (c) .....	66,3	-6,8	-8,2	-9,1
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS .....	16,9	6,6	4,0	-0,7
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER .....	0,9	7,4	7,3	7,6
– Sociétés .....	0,9	7,4	7,3	7,6

(a) La dette non négociable de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie « créances sur l'État » (monnaies divisionnaires, avoirs à La Poste et au Trésor et net des comptes 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 6 septembre 1995

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la progression de l'ensemble des contreparties de l'EIT a augmenté, passant de 2,1 points (sur 4,7 points au total) à fin mai à 2,3 points (sur 5,3 points) à fin juin.

L'apport des éléments d'épargne contractuelle est demeuré stable en juin (1,3 point).

La contribution des placements à caractère obligataire à la croissance des contreparties de l'EIT est devenue positive à fin juin (0,1 point sur 5,3 points), après -0,2 % (sur 4,7 points) à fin mai.

Enfin, les concours nets des non-résidents ont exercé un impact légèrement moins restrictif sur la croissance des contreparties de l'EIT que le mois précédent (-0,4 point à fin juin, après -0,5 point à fin mai).

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

Tableau non disponible

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

# LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Audition de Jean-Claude Trichet,  
gouverneur de la Banque de France,  
devant la commission des Finances,  
de l'Économie générale et du Plan de l'Assemblée nationale,  
à Paris, le 26 juillet 1995<sup>1</sup>

---

Le président Pierre Méhaignerie a rappelé que depuis la loi du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France, un dialogue s'était instauré entre la Banque centrale et les commissions des Finances du Parlement et que la commission des Finances de l'Assemblée nationale avait déjà rencontré, à plusieurs reprises, le gouverneur ou le Conseil de la politique monétaire, la dernière audition remontant au 10 janvier dernier. Il a ajouté que la commission souhaitait obtenir des précisions sur les évolutions récentes de la politique monétaire.

Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, a déclaré qu'en effet la loi du 4 août 1993 disposait qu'à tout moment les commissions des Finances du Parlement pouvaient demander à la Banque de France de venir expliquer la politique monétaire du Conseil de la politique monétaire et que quatre rencontres avaient d'ores et déjà eu lieu dans ce cadre avec la commission des Finances de l'Assemblée nationale. Il a indiqué que la politique monétaire résultait d'une décision collective prise par un organe collégial composé de neuf membres, le Conseil de la politique monétaire, en précisant que ces décisions étaient dictées par le souci d'atteindre les objectifs de stabilité des prix conformément à la loi et, par voie de conséquence, de croissance et d'emploi.

---

<sup>1</sup> Extraits du compte rendu n° 17 de l'Assemblée nationale – commission des Finances, de l'Économie générale et du Plan, publié au Journal officiel

Il a exposé le raisonnement, d'ailleurs partagé par les autres banques centrales européennes, défendant une faible inflation et la stabilité des prix, en expliquant que cela permettait de protéger le pouvoir d'achat de la monnaie et donc celui des ménages et, en particulier, celui des personnes les plus défavorisées qui paient le plus lourd tribut à l'impôt de l'inflation. Il a précisé qu'une baisse de l'inflation limitait la hausse des coûts et permettait donc un accroissement de la compétitivité des entreprises qui favorisait les exportations et, par conséquent, la croissance et les créations d'emplois. Il a en outre insisté sur le fait que la stabilité des prix renforçait la crédibilité et la solidité de la monnaie, ce qui permettait d'obtenir des taux d'intérêt de marché plus bas, afin d'assurer un meilleur financement de l'économie et de favoriser ici encore, en définitive, la croissance et l'emploi.

Il a reconnu que la France venait de traverser au cours des derniers mois une période complexe, ce qui avait provoqué une augmentation des taux d'intérêt à court terme. Il a toutefois observé que la crédibilité à long terme de notre monnaie s'était en revanche maintenue à une position flatteuse, puisque les taux d'intérêt à dix ans étaient inférieurs à ceux observés dans la plupart des pays du monde, mis à part les États-Unis qui bénéficiaient du privilège de la première puissance, le Japon, la Suisse, l'Allemagne et les pays liés à son espace monétaire (l'Autriche et les Pays-Bas).

Il a déclaré que la France connaissait aujourd'hui une situation meilleure, avec une baisse des taux d'intérêt de marché et une remontée du franc, qui illustrait le retour de la confiance. Il a expliqué que depuis 1986, le franc avait gagné en compétitivité au sein du groupe des sept monnaies les plus stables d'Europe, dans des conditions sans précédent et que, même si l'on tenait compte de l'escudo, de la peseta et de la livre irlandaise, parties prenantes du mécanisme de change, l'accroissement de la compétitivité de la France en termes réels s'élevait à 12 % environ sur la période 1986-1995, ce qui s'expliquait par une augmentation réduite des coûts unitaires de production en raison de la faiblesse de l'inflation.

Jean-Claude Trichet a souligné que ces progrès de compétitivité constituaient la raison essentielle pour laquelle le franc était solide et avait un potentiel d'appréciation au sein du mécanisme de change.

Il a admis que le Royaume-Uni, l'Italie et les autres pays à monnaies flottantes avaient des monnaies dans l'ensemble sous-évaluées par rapport au bloc des pays à monnaie stable, mais il a observé que vis-à-vis de l'ensemble des monnaies des pays de l'Union européenne, le franc français se trouvait dans une situation de compétitivité comparable, voire légèrement plus avantageuse qu'en 1986. Il a ajouté que la parité actuelle de la lire serait appelée à remonter substantiellement, compte tenu de l'état des comptes extérieurs et de la balance des paiements courants de l'Italie.

Il a insisté sur le fait que plus la crédibilité de la monnaie était forte, plus les taux d'intérêt de marché se situaient à un bas niveau, en expliquant que ces taux de marché étaient en quelque sorte la cotation mondiale de l'action « économie française ». Il a rappelé que toutes ces cotations étaient arbitrées entre elles en permanence par les opérateurs d'un marché à l'échelle mondiale, dans un contexte de liberté absolue qui permettait toutes les décisions, tous les mouvements de capitaux, en fonction de l'optimisation des décisions d'investissement. Il a observé que, dans ce système où la fixation des taux d'intérêt à dix ans, cinq ans, trois ans ou trois mois n'était pas décrétée par la Banque centrale mais faite par le marché mondial des capitaux, la France se trouvait dans une situation bien meilleure que celle qu'elle avait connue voici quelques années.

Jean-Claude Trichet a observé que l'image projetée par la France à l'étranger était parfois moins bonne qu'elle ne devrait l'être, compte tenu de données objectives, comme l'importance de notre PIB, le niveau de vie des Français supérieur à celui des autres grands pays d'Europe, la situation du commerce extérieur (la balance des paiements courants dégageant un excédent de 47 milliards de francs sur les quatre premiers mois de 1995) et le faible niveau de notre inflation qui nous donnait notre compétitivité.

Il a indiqué que la situation de l'emploi était mauvaise et qu'il fallait faire les réformes nécessaires pour créer plus d'emplois. Il a observé que le taux de chômage français, au sens du BIT, était en voie de diminution et qu'il était aujourd'hui inférieur à celui de la Belgique, de l'Italie et de l'Espagne. Il a souligné qu'il était très important que notre pays prenne à la fois conscience de ses imperfections en matière économique — niveau des déficits publics, niveau de la dépense publique, défauts structurels — et aussi de ses atouts, qui sont considérables. Car c'est en prenant appui sur les forces de l'économie française que l'on peut le mieux corriger ses défauts.

En conclusion, il a insisté sur la nécessité aux yeux du Conseil de la politique monétaire d'être à la fois confiant et vigilant, confiant parce que vigilant. Le renforcement du franc sur les marchés de change et la baisse graduelle des taux d'intérêt de marché constituaient la même illustration d'un phénomène de confiance reposant sur trois éléments majeurs : les données fondamentales de l'économie française — activité, compétitivité, commerce extérieur —, la réduction des déficits publics confirmée par le gouvernement, la vigilance du Conseil de la politique monétaire dans la préservation de la valeur interne et externe de la monnaie.

[...]

Concluant cette audition, le président Pierre Méhaignerie s'est félicité des éléments de confiance mis en avant par le gouverneur de la Banque de France quant à la situation économique française, et du cycle vertueux dans lequel notre pays s'était engagé. Il a toutefois souligné la nécessité de dégager une volonté politique forte susceptible de répondre aux exigences de maîtrise des dépenses publiques et a indiqué que, dans cet esprit, il revenait au secteur public de retrouver par rapport au secteur privé un rôle d'exemplarité en matière de productivité et d'efficacité.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

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

Direction des Marchés de capitaux

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

### ***Analyses comparatives 1994***

#### ***Volume 1 : L'activité des établissements de crédit***

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 46 19)

Prix du numéro : FRF 100 TTC

### ***Cahiers régionaux Bretagne – juillet 1995***

#### ***Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Rennes

Secrétariat régional Bretagne

(Tél. : +33 99 25 12 12 – Télécopie : +33 99 25 12 22)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – juin 1995***

#### ***Note financière annuelle – 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 Midi-Pyrénées – août 1995***

#### ***Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Toulouse

Secrétariat régional Midi-Pyrénées

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Provence-Alpes-Côte d'Azur – juin 1995  
Note financière annuelle – année 1994**

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

**Réunions mensuelles d'information – Toulouse  
La nouvelle politique monétaire de la France**

par Michel Albert,  
membre du Conseil de la politique monétaire  
Banque de France Toulouse  
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 94)

**Cycle de conférences 1994-1995 – Reims  
Les pays de l'ASEAN : croissance, concurrence et développement –  
Les défis de l'an 2000**

par Marc Lantéri, adjoint de direction à Nice  
Banque de France Reims  
(Tél. : +33 26 89 52 52 – Télécopie : +33 26 89 52 48)

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

**Pour une francophonie active et tolérante**

par Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(Le Figaro – 25 août 1995)

**Trois questions à ...**

Paul Marchelli, membre du Conseil de la politique monétaire  
(Le Point – 2 septembre 1995)

**Les progrès de la désintermédiation**

par Gilles Moëc, adjoint de direction à la direction des Études économiques et de la Recherche  
(Revue Banque n° 562 – septembre 1995)

**Terminologie bancaire, financière et économique – anglais-français**

par Jean-Michel Cicile, directeur adjoint à la direction de la Documentation  
et des Publications économiques  
(La Revue Banque Éditeur)

***Terminologie bancaire, financière et économique – allemand-français***

par Jean-Michel Cicile, directeur adjoint à la direction de la Documentation et des Publications économiques  
(La Revue Banque Éditeur)

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

#### ***Les évolutions récentes de la politique monétaire***

audition de Jean-Claude Trichet, gouverneur, devant la Commission des Finances, de l'Économie générale et du Plan de l'Assemblée nationale, à Paris, le 26 juillet 1995<sup>1</sup>

#### ***Entretien accordé à RTL***

par Jean-Claude Trichet, gouverneur, à Paris, le 25 août 1995

---

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

E T U D E S

# SYNTHÈSE DU RAPPORT « RISQUE DE CRÉDIT »

En 1994, le Conseil national du crédit a décidé de constituer en son sein un groupe de travail sur le « Risque de crédit ». Ce groupe devait examiner, en partant des procédures d'octroi des crédits et de suivi des risques, les pratiques et limites de tarification du risque, et notamment la possibilité de rationnement de crédit, les sources d'information internes ou externes sur l'entreprise ou son secteur d'activité pour mieux apprécier et suivre le risque, enfin la question des garanties externes.

Le groupe, présidé par Jacques Delmas-Marsalet, président de groupe des banques populaires, a présenté son rapport au Conseil national du crédit le 13 juillet 1995. Comme les autres rapports de cette instance, il est mis en vente auprès du public<sup>1</sup>.

---

*Conseil national du crédit*

La distribution du crédit implique une prise de risque, principalement risque de défaillance de l'emprunteur, qui est inhérente à cette activité. Son bon fonctionnement suppose non seulement que ce risque soit correctement maîtrisé, ou réduit par le jeu de garanties, mais aussi qu'il puisse être couvert par des marges appropriées.

Or le groupe de travail a constaté que, pour différentes raisons qu'il s'est attaché à analyser, cette couverture n'était plus aujourd'hui correctement assurée.

Il a donc centré sa réflexion et ses propositions sur les mesures qui seraient de nature à remédier à cette situation, en permettant une meilleure prise en compte du risque dans la tarification du crédit.

Il s'est enfin attaché à formuler différentes recommandations tendant à mieux maîtriser le risque par sa gestion préventive et à en faciliter la prise par un renforcement des garanties.

---

<sup>1</sup> Information, consultation, vente (FRF 120 TTC) auprès du service de l'Information de la Banque de France, 48 rue Croix-des-Petits-Champs, Paris 1<sup>er</sup> (Adresse courrier : Banque de France – 07-1045 Service de l'Information – 75049 PARIS Cedex 01 – téléphone : +33 (1) 42 92 39 08 – télécopie : +33 (1) 42 92 39 40)

## 1. Un constat : une mauvaise tarification du risque, préjudiciable au bon fonctionnement de l'économie

La forte expansion du crédit dans les années 1986-1990, consécutive à la levée de l'encadrement, ne s'est pas accompagnée d'une prise en compte suffisante du risque dans la tarification du crédit. La récession du début des années quatre-vingt-dix a aggravé ce phénomène. La montée des contentieux aurait exigé le maintien de marges d'intermédiation adéquates ; or l'exacerbation de la concurrence dans un contexte de faible demande a entraîné un laminage des marges qui ne permettent plus aux établissements de crédit de couvrir la totalité des charges et risques inhérents à cette activité : coût de la ressource, frais de distribution, coût des fonds propres, risque financier de remboursement anticipé et de transformation, risque de crédit.

Ce dernier élément, en particulier, est mal pris en compte et mal tarifé à l'heure actuelle par les établissements de crédit. Le groupe de travail y voit trois raisons principales.

### 1.1. Cet état de fait tient d'abord à des causes internes aux établissements de crédit

Les difficultés et incertitudes de leur comptabilité analytique — qui ne leur permet pas toujours de mesurer avec précision les composantes du coût d'un crédit — ; la pratique de péréquations entre activités — qui fausse la mesure et la facturation du coût du crédit — ; la démarche commerciale qui privilégie l'approche « client » par rapport à l'approche « produit » et conduit parfois à sacrifier les marges sur crédit pour conserver la relation — supposée globalement rentable — avec le client.

### 1.2. Il tient aussi, et largement, aux effets destructeurs d'une concurrence insuffisamment régulée par l'exigence de rentabilité

La concurrence entre les établissements de crédit a été considérablement accrue par la déréglementation et la banalisation des années quatre-vingt sans que ce mouvement soit accompagné d'une résorption complète des rentes et privilégiés bénéficiant à certains réseaux, ni d'une harmonisation suffisante des contraintes de rentabilité pesant sur les différents établissements. La capacité d'offre de crédit s'est ainsi trouvée fortement accrue dans un contexte de distorsions de concurrence propice à la pratique du *dumping* sans sanction financière.

La situation a été aggravée, depuis 1990, par l'insuffisance de la demande de crédit du secteur privé face à une capacité d'offre devenue excédentaire, créant ainsi les conditions d'une véritable guerre des prix.

On constate de plus en plus souvent que des crédits sont offerts à des taux très inférieurs à ceux des placements sans risques (emprunts d'État) de même durée sur le marché financier, ne permettant pas de couvrir les risques, notamment sur les entreprises : autrement dit, ils sont vendus non seulement à perte, par rapport à leur coût de revient complet, mais également à marge négative par rapport au marché financier.

Cette pratique qui, dans les faits, ne profite qu'à une petite minorité d'emprunteurs, va à l'encontre des intérêts de la grande majorité des demandeurs de crédit, qu'il s'agisse des particuliers peu fortunés, ou des petites et moyennes entreprises, lesquelles risquent, du fait de l'insuffisance des marges bancaires par rapport au risque à couvrir, d'être exclues du crédit.

### ***1.3. Enfin, le système actuel de provisionnement ex post des risques nés à des effets pervers en matière de tarification***

Il entraîne un décalage dans le temps entre l'octroi du crédit et son éventuel provisionnement. Il en résulte souvent une sous-estimation et une sous-tarification du risque en période d'expansion et des difficultés à le couvrir lorsque le sinistre vient à se produire en période de récession pendant laquelle les marges sont détériorées du fait de la conjoncture. Ce phénomène risque d'entraîner un rationnement du crédit au plus mauvais moment, faute de capacité pour les banques à provisionner leurs contentieux tout en prenant de nouveaux risques.

De manière plus générale, le système actuel accentue l'effet de la conjoncture sur les résultats des banques et, corrélativement, celui du cycle de distribution du crédit sur l'activité économique.

## **2. Trois propositions pour améliorer la prise en compte du risque dans la tarification du crédit**

Ces trois propositions sont un provisionnement forfaitaire minimum *ex ante*, la mise en place par les établissements de crédit de meilleurs outils de mesure et de tarification du risque, et la surveillance préventive des tarifications anormalement basses.

### ***2.1. Un provisionnement forfaitaire ex ante***

Il s'agirait de permettre aux établissements de constituer, en franchise d'impôt, dès l'octroi du crédit, une provision calculée en fonction du taux de risque moyen constaté de manière statistique, par catégorie d'emprunteur (particulier, PME...) et de crédit (investissement, trésorerie), sur une longue période incluant au moins un cycle économique complet. Ce taux serait exprimé à la fois en plafond par rapport aux encours et en taux de dotation annuelle. Ce provisionnement constituerait un minimum obligatoire, mais non exclusif : en effet, le provisionnement *ex post* pour risque dénommé s'y substituerait si les sinistres à couvrir se révélaient supérieurs aux provisions forfaitaires constituées.

La généralisation de ce système de provisionnement forfaitaire *ex ante*, inspiré de ce qui existe déjà pour certaines institutions (Crédit national et assurance-crédit, par exemple), ainsi que dans différents pays européens (Espagne, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni), permettrait d'inciter à une tarification plus responsable, puisque la prime de risque à intégrer dans le coût du crédit serait connue immédiatement et serait prise en compte progressivement, dès la première année, dans le résultat de la banque. En outre, en cas de survenance du sinistre en période de récession, la couverture pourrait se faire sans prélèvement trop lourd sur la marge courante, puisqu'elle pourrait être largement assurée par les provisions antérieurement constituées. Il s'ensuivrait un lissage du cycle de crédit, qui jouerait un rôle d'amortisseur du cycle économique, alors que les règles actuelles de provisionnement jouent un rôle d'accélérateur conjoncturel.

Une telle réforme, d'un coût fiscal modéré dans l'immédiat pour le Trésor, et pour partie compensé à moyen terme, ne pourrait certes pas produire ses effets dans l'immédiat.

Les provisions pour risque dénommé, dans la conjoncture actuelle, devraient continuer à être constituées par une grande majorité d'établissements. En revanche, lorsque la reprise aura effacé les traces de la récession, le nouveau dispositif pourra entrer en force et contribuer à prévenir le retour aux errements passés.

## 2.2. La mise en place de meilleurs outils de mesure du risque et de tarification du crédit

Le provisionnement forfaitaire proposé suppose un effort de mesure statistique du risque de crédit. Des progrès sont à accomplir dans la voie d'une homogénéisation des méthodes de comptabilisation des créances litigieuses, douteuses ou contentieuses, d'une part, et d'un suivi des pertes finales par catégories et générations de crédit, d'autre part. Une attention particulière devra être portée aux catégories d'emprunteurs non isolés à l'heure actuelle dans la comptabilité générale des banques, notamment les PME (définies comme les entreprises réalisant moins de 500 millions de francs de chiffre d'affaires).

En outre, les banques devraient affiner leur comptabilité analytique pour mieux cerner le prix de revient complet de leurs crédits et parvenir ainsi à des normes de tarification approuvées par leurs conseils d'administration ou de surveillance et soumises à la surveillance du contrôle interne.

Toutefois, ces dispositions ne pourraient pas, à elles seules, suffire à rétablir une situation normale dans ce domaine. Du fait de la décentralisation, par ailleurs souhaitable, des décisions de crédit, les exploitants de base sont souvent condamnés, pour ne pas perdre leurs clients, à suivre des propositions faites par tel ou tel concurrent à des taux anormalement bas dont l'extension — par contagion — risque de compromettre l'équilibre et la sécurité de l'activité de crédit dans son ensemble.

## 2.3. Une surveillance préventive des taux anormalement bas

Les risques que font courir des pratiques concurrentielles dévoyées à la sécurité du système bancaire et, à travers lui, à l'épargne et aux dépôts qui lui sont confiés, justifient la mise en place d'un dispositif sécuritaire visant à surveiller et prévenir les tarifications anormalement basses du crédit.

Le dispositif proposé reposera sur la définition de seuils d'alerte au-dessous desquels les taux seraient présumés anormaux, sauf, pour chaque établissement, à apporter la preuve que le prix de revient complet de ses crédits leur seraient effectivement inférieurs.

Le groupe de travail propose de retenir, à titre principal, comme seuil d'alerte le taux du marché financier pour les placements sans risque (en pratique les titres d'État) de durée comparable à celle du crédit considéré. Il est, en effet, anormal et dangereux de prêter à un emprunteur privé moins cher qu'à l'État, ou avec une marge si faible qu'elle ne couvre pas le risque couru.

Ce taux devrait être majoré d'une prime de risque minimale, calculée statistiquement, par catégorie de prêt et d'emprunteur (cf. ci-dessus). En attendant que ces primes de risque par catégorie aient pu être mesurées, le taux des placements sans risque pourrait être majoré du coût des fonds propres requis par la réglementation pour le crédit considéré.

Le franchissement de ce seuil d'alerte déclencherait la mise en œuvre d'un dispositif de surveillance, différencié selon que les taux considérés feraient ou non l'objet d'une publicité.

Les crédits proposés à des taux inférieurs au seuil d'alerte par voie d'affichage ou de campagne promotionnelle devraient être soumis à l'accord préalable des conseils d'administration ou de surveillance des établissements de crédit, responsables de l'équilibre et de la sécurité de ceux-ci. Ces projets de publicité devraient être déclarés à la Commission bancaire.

Les crédits ne faisant pas l'objet d'une promotion commerciale et qui seraient consentis à des conditions inférieures aux seuils d'alerte devraient être périodiquement déclarés aux conseils d'administration et à la Commission bancaire.

Le groupe de travail a estimé que ce dispositif pouvait être adopté par voie de règlement du Comité de la réglementation bancaire et, qu'à tout le moins, dans un premier temps, il pourrait faire l'objet d'une recommandation du gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire.

### **3. Des recommandations tendant à mieux maîtriser et à réduire le risque final de crédit**

Une distribution correcte du crédit, répondant à la fois aux contraintes de sécurité du système bancaire et aux besoins de l'économie, n'exige pas seulement que le risque de crédit soit couvert par des marges appropriées ; elle appelle aussi une maîtrise renforcée de ce risque et une atténuation de ses conséquences lorsqu'il survient.

#### ***3.1. Le groupe de travail a estimé que la meilleure maîtrise du risque de crédit passe par une gestion plus préventive de ce risque – Celle-ci repose principalement sur trois actions***

Elle requiert en premier lieu *une plus grande transparence et une meilleure diffusion des informations susceptibles d'éclairer les décisions de crédit* :

- des informations comptables plus complètes et standardisées, fournies de manière régulière et prévisionnelle, conformément aux lignes directrices sur les relations banques-entreprises définies au sein du Comité consultatif du Conseil national du crédit et adoptées par la profession ;
- une utilisation plus systématique par les établissements de crédit des fichiers de la Banque de France dont le groupe de travail a souhaité qu'ils soient enrichis, notamment par l'abaissement des seuils de déclaration des engagements à la Centrale des risques et par l'élargissement du champ de la cotation de crédit attribuée aux entreprises dans le fichier FIBEN ;
- l'exploitation des informations rassemblées par les sociétés de renseignement commercial ;
- l'amélioration des informations conjoncturelles et sectorielles diffusées par divers organismes pouvant aboutir à l'élaboration d'indicateurs avancés du risque de crédit par secteurs.

La gestion préventive du risque de crédit nécessite, en second lieu, *une coopération plus poussée entre les établissements de crédit pour mieux suivre la situation des emprunteurs*.

Parmi les suggestions retenues par le groupe de travail, la mise en place, déjà engagée, de consortiums bancaires d'échange d'informations regroupant les établissements créanciers engagés sur un même risque paraît de nature à améliorer la connaissance et la prévention des sinistres, notamment si elle s'inscrit dans le cadre d'une coopération avec la Banque de France. De tels consortiums pourront également faciliter l'application de la loi du 10 juin 1994 sur la prévention et le traitement des difficultés des entreprises.

Il s'agit, enfin, d'améliorer *la gestion interne du risque dans les établissements de crédit eux-mêmes*, notamment par l'extension de la pratique de notation interne des emprunteurs et par une gestion globale des risques inclus dans le portefeuille de crédit de chaque établissement.

#### ***3.2. L'atténuation du risque final supporté par le prêteur appelle un renforcement des garanties susceptibles d'être mises en jeu en cas de sinistre***

Ce renforcement est apparu au groupe de travail comme une condition d'une meilleure prise de risque par les établissements de crédit, dans l'intérêt même de l'économie.

Il concerne, d'abord, les *garanties internes* : garanties réelles liées au bien financé qui, même si leur valeur est liée au cycle économique, ont vu leur solidité confortée par la réforme de juin 1994 en cas de faillite et ne doivent pas être remises en cause par une modification des pratiques comptables s'agissant du crédit-bail ; garanties personnelles qui conservent un intérêt, notamment pour les très petites entreprises.

Mais le groupe de travail s'est surtout attaché à favoriser une utilisation plus large des *garanties externes* offertes par le secteur privé, qu'il s'agisse de l'assurance crédit, de l'affacturage, de la garantie des sociétés d'assurance ou du cautionnement mutuel. Il lui est apparu, en particulier, que ce dernier gardait un rôle à jouer au profit des très petites entreprises, à condition que certaines dispositions réglementaires (surpondération relative des engagements garantis par les sociétés de caution mutuelle) et fiscales (non-étalement des commissions de gestion) le régissant soient aménagées.

Le groupe de travail a jugé enfin souhaitable un renforcement des *garanties publiques* accordées par la Sofaris, notamment au profit des très petites entreprises pour lesquelles le risque pourrait être partagé entre les établissements prêteurs ou de cautionnement mutuel et l'État, via la Sofaris, selon un mécanisme inspiré du FGAS (Fonds de garantie à l'accession sociale). Il a estimé, dans le même esprit, que l'efficacité des interventions des collectivités locales pourrait être améliorée par leur orientation prioritaire vers l'abondement des fonds de garantie ou la prise en charge des frais de dossier ou des cotisations de garantie versées aux sociétés spécialisées chargées de gérer le risque.

L'ensemble de ces mesures devrait faciliter l'accès au crédit des petites entreprises dont le développement est indispensable au renforcement du tissu économique de notre pays.

# LA SITUATION DU SYSTÈME PRODUCTIF EN 1994<sup>1</sup>

L'étude du système productif a été menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France à partir d'un échantillon de plus de 11 000 entreprises qui adhèrent à la Centrale de bilans et regroupent près de 50 % des effectifs de l'industrie. Elle confirme que les entreprises industrielles ont pleinement bénéficié, en 1994, de la reprise de l'activité économique en France comme à l'étranger. La progression du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée a été particulièrement marquée dans les grandes entreprises. Dans ce contexte d'expansion retrouvée, la contraction des effectifs et des investissements a été sensiblement ralentie. L'amélioration des résultats d'exploitation est à l'origine d'une hausse significative des taux de marge et de rentabilité intervenant après quatre années de repli continu. L'augmentation de la valeur ajoutée a favorisé la hausse de l'autofinancement et facilité un net redressement de la rentabilité financière.

Les entreprises de l'industrie manufacturière ont poursuivi le renforcement de leurs structures de bilans. Le taux d'endettement s'est inscrit à nouveau en repli ; il est inférieur de 33 points à celui observé en 1985. La trésorerie des firmes s'est élargie. La contrainte de solvabilité s'est allégée en raison de l'accroissement des résultats et du repli des charges financières. Le service de la dette a été plus facilement assuré qu'en 1993.

Au total, l'industrie manufacturière a les moyens financiers adéquats pour tirer profit de la bonne orientation de la conjoncture économique.

BERNARD BARDES – YVES LECOUPEUR – ANNIE SAUVE  
*Direction des Entreprises  
 Observatoire des entreprises*

<sup>1</sup> Cet article résume l'étude parue dans la Collection Entreprises de la Banque de France.

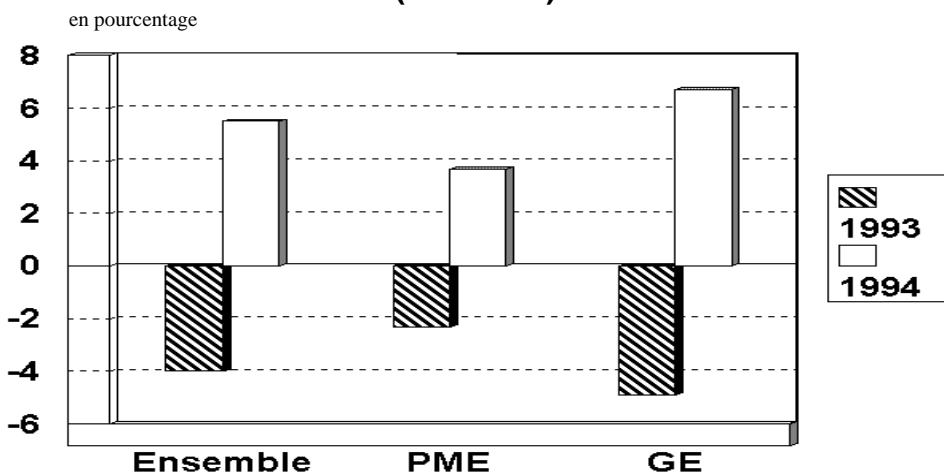
## 1. L'activité s'est accrue

Le chiffre d'affaires de l'industrie manufacturière a augmenté de 5,5 % en valeur<sup>1</sup>, sous l'effet de la progression de la demande en consommations intermédiaires, de l'arrêt du mouvement de déstockage et, surtout, du rapide développement du commerce international.

La reprise a été particulièrement vive dans les grandes entreprises où l'activité, tirée par une hausse de 10,9 % des exportations, a progressé de 6,7 % en francs courants. Les PME ont, pour leur part, accru leur chiffre d'affaires de 3,7 % (+ 6,7 % pour leurs ventes à l'étranger).

Au total, le taux d'exportation a augmenté de 1,4 point (de 36,7 % à 38,1 %) dans les entreprises de plus de 500 salariés, de 0,6 point (de 20,5 % à 21,1 %) dans les sociétés de plus petite taille.

### TAUX DE VARIATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES ÉLARGI (en valeur)



Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 19      Mise à jour le 7 août 1995

Le redressement de l'activité a été net dans l'industrie automobile (+ 12,2 % en valeur), en raison tout à la fois d'une forte progression des exportations (+ 13,4 %) et des ventes sur un marché intérieur dynamisé par les mesures prises par les pouvoirs publics. Dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement, la progression de l'activité est venue presque exclusivement de l'augmentation des exportations.

L'industrie automobile, les biens intermédiaires et les biens d'équipement ont au total assuré l'essentiel de la progression de l'activité dans l'industrie. Dans les industries agro-alimentaires et celles des biens de consommation, la hausse des exportations a permis de compenser le recul du marché intérieur.

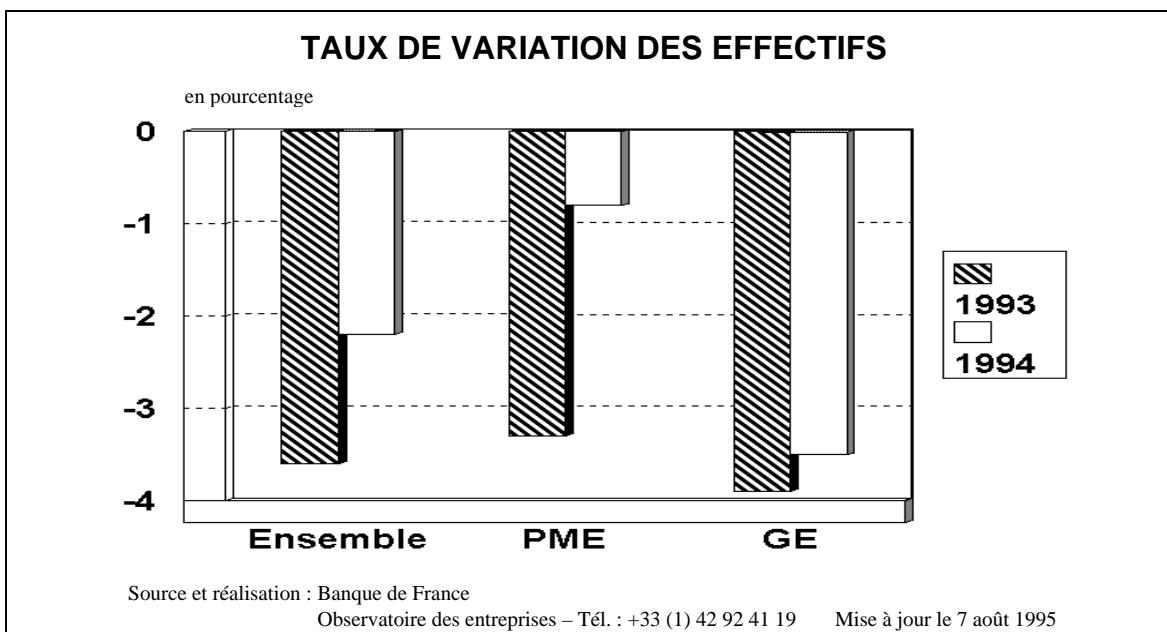
Dans les grandes entreprises, grâce à une bonne maîtrise des consommations intermédiaires, la valeur ajoutée a progressé plus rapidement (+ 8,7 %) que les ventes. La meilleure performance a été enregistrée dans l'industrie automobile (+ 17,3 %).

<sup>1</sup> Seules des évolutions en valeur sont indiquées : les coefficients de déflation ne sont pas encore disponibles pour la NAF économique.

## 2. La contraction des effectifs et des investissements a été sensiblement ralenti

### 2.1. Les effectifs

Malgré la reprise de l'activité, les effectifs ont continué à diminuer, mais à un rythme plus faible qu'en 1993 (-2,2 %, contre -3,6 %). Les réductions opérées ont été plus importantes dans les grandes entreprises que dans les PME (-3,5 %, contre -0,8 %).



Aucun grand secteur n'a été épargné par ce recul. La baisse la plus importante a eu lieu dans les industries des biens d'équipement (-2,7 %). La diminution des effectifs est restée sensible dans l'industrie automobile, dans les industries des biens intermédiaires et dans les biens de consommation (-1,6 % dans chacun de ces secteurs). Elle a été plus faible dans les industries agro-alimentaires (-0,4 %).

### 2.2. Les investissements

Pour répondre à la demande, les industriels ont, prudemment, pendant la majeure partie de l'exercice, préféré utiliser plus largement leurs capacités de production et allonger la durée d'utilisation de leurs potentiels productifs.

En 1994, l'investissement productif n'a ainsi subi qu'un léger fléchissement (-0,6 %), après le recul important des années précédentes ; il a même augmenté dans les grandes entreprises (+3,0 %) mais s'est de nouveau contracté dans les PME. Il n'a fortement progressé que dans l'industrie automobile, alors qu'il est encore en léger recul dans les autres secteurs.

Étant donné la forte augmentation de la valeur ajoutée, le taux d'investissement productif<sup>1</sup> est tombé à 12,4 %.

L'équipement productif, malgré le léger recul de l'investissement, a continué de progresser au même rythme qu'en 1993 (+4,4 % en valeur).

<sup>1</sup> Taux d'investissement productif = investissement productif/valeur ajoutée

### 3. La reprise de l'activité a été accompagnée d'un net redressement des résultats des entreprises

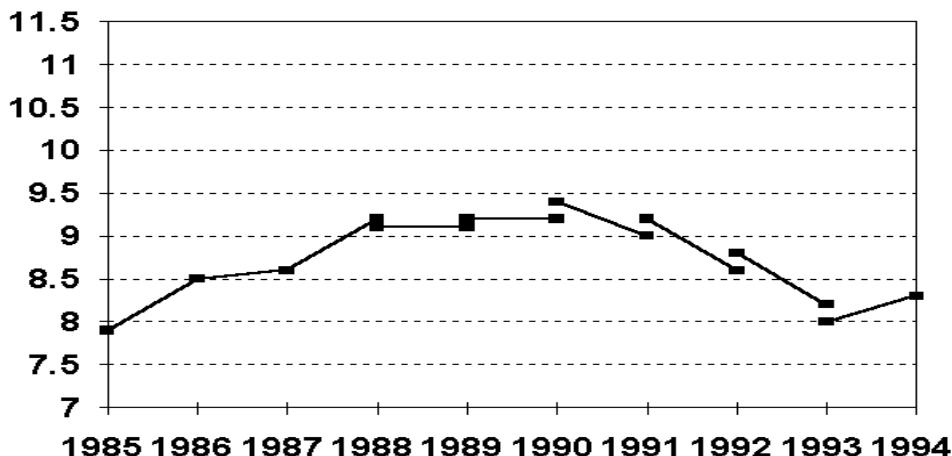
#### 3.1. Les résultats

En 1994, l'excédent brut d'exploitation a augmenté de 21,2 % en raison d'une hausse des charges salariales (+ 1,8 %) inférieure à celle de la valeur ajoutée (+ 6,6 %). Particulièrement fort dans les grandes entreprises, le redressement a été plus modéré dans les PME.

Dans ces conditions, après quatre années de repli continu, qui avaient complètement annulé l'augmentation enregistrée de 1985 à 1989, les taux de marge et de rentabilité d'exploitation se sont, en 1994, inscrits en hausse. La progression a été plus sensible dans les grandes entreprises où la baisse avait été, les années précédentes, particulièrement marquée. Elle leur a permis de retrouver les taux de marge et de rentabilité de 1992.

#### TAUX DE MARGE BRUTE D'EXPLOITATION(a) (PME)

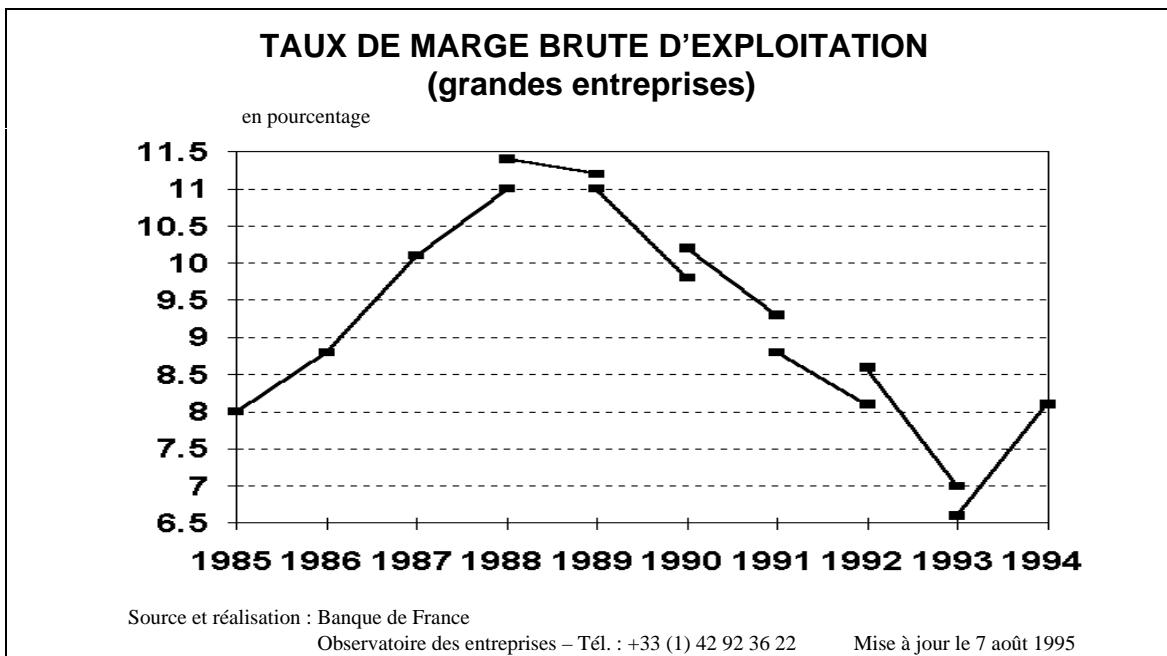
en pourcentage



Tous les graphiques sur longue période sont effectués d'après une série d'échantillons constants sur deux années consécutives: des différences de niveau peuvent apparaître entre les chiffres d'un même exercice. Les différences de l'année 1993 peuvent être très légèrement plus accusées que les années précédentes, compte tenu de la modification intervenue dans la définition du champ de l'industrie dans la nouvelle nomenclature.

(a) Taux de marge brute d'exploitation = excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires hors taxe

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 36 22      Mise à jour le 7 août 1995



### 3.2. La répartition de la valeur ajoutée globale<sup>1</sup>

Au sein d'une valeur ajoutée en sensible augmentation (+ 6,6 %), la part allouée au personnel ne pouvait, en raison de la faible progression des charges salariales (+ 1,8 %), que diminuer (- 1 point dans les PME et - 3,2 points dans les grandes entreprises). Cette évolution, sensible dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement, a été encore plus marquée dans l'industrie automobile.

La reprise de l'activité a entraîné un net accroissement de l'impôt sur les bénéfices, notamment dans les grandes entreprises.

Par contre, les sommes versées aux actionnaires et associés, en léger progrès dans les PME (+ 1,7 %), ont diminué de 7,4 % dans les grandes firmes. Globalement, elles se sont inscrites en retrait de 5,1 % et leur part relative a fléchi dans les grandes unités.

La baisse du coût et du volume de l'endettement n'a pu que se traduire par une réduction du pourcentage des intérêts versés aux prêteurs. Le mouvement a été général, quels que soient la taille de l'entreprise et le secteur, exception faite pour l'industrie automobile.

En définitive, la part réservée à l'entreprise a sensiblement augmenté, notamment dans les grandes firmes où le fléchissement avait été, certes, particulièrement sévère en 1993. Dans une valeur ajoutée en hausse, la part de l'autofinancement a retrouvé une valeur proche de celle observée en 1987-1988, avant 1989, point culminant de ces dix dernières années.

<sup>1</sup> Valeur ajoutée globale = valeur ajoutée + produits et charges hors exploitation

### 3.3. La rentabilité financière

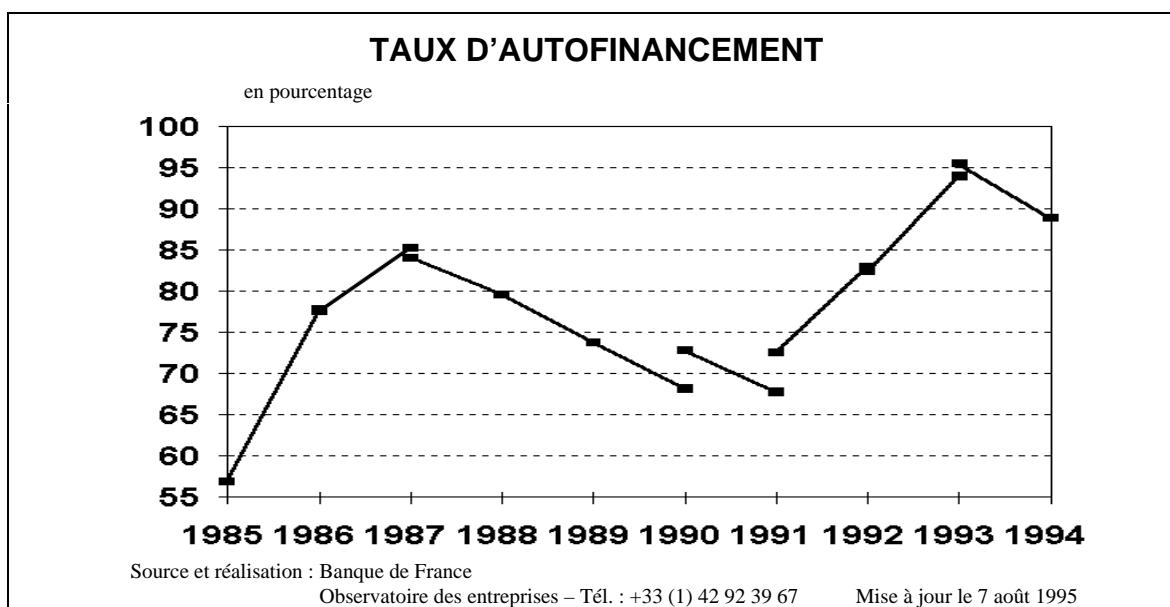
Sous l'effet conjugué de l'accroissement de la valeur ajoutée et de l'augmentation de la part revenant à l'entreprise, l'autofinancement a progressé de 45,9 %. La croissance de la capacité d'autofinancement nette<sup>1</sup> a été encore plus forte (+ 132,6 %) en raison de la stabilité des charges de maintien du potentiel de production. Faiblement tempérée par l'augmentation du financement propre (+ 7,7 %), cette croissance a permis une restauration de la rentabilité financière<sup>2</sup> dans toutes les entreprises de l'industrie manufacturière.

## 4. Les entreprises ont poursuivi l'amélioration de leurs structures financières

Malgré le léger recul de l'investissement, les emplois nets de cessions<sup>3</sup> se sont sensiblement accrus en 1994 (+ 56,7 %), en raison :

- de la réduction importante (de l'ordre de 45 %) du montant des cessions d'immobilisations,
- de la croissance des actifs immobilisés hors exploitation,
- du net ralentissement de la diminution des besoins en fonds de roulement d'exploitation, lié à la reprise de l'activité.

Le redressement de l'autofinancement n'a pas été tout à fait suffisant pour couvrir la forte progression des emplois nets. Il en est résulté un léger repli du taux d'autofinancement<sup>4</sup> qui est revenu de 95,5 % en 1993 à 88,9 % en 1994, pourcentage nettement supérieur à ceux observés de 1985 à 1992.



Grâce à la bonne résistance d'ensemble du taux d'autofinancement, les entreprises industrielles n'ont que faiblement accru leur recours à de nouvelles ressources externes. Par ailleurs, la progression des apports en capital leur a permis, comme en 1993, de réduire leur endettement.

<sup>1</sup> Capacité d'autofinancement nette = autofinancement + dividendes – charges de maintien du potentiel de production

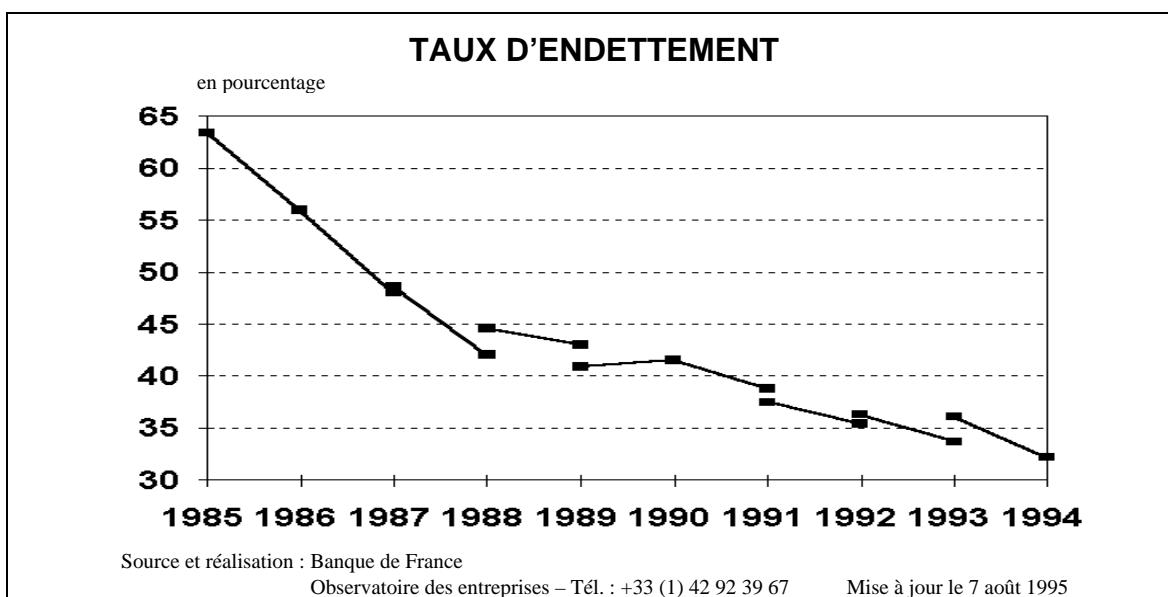
<sup>2</sup> Rentabilité financière = capacité d'autofinancement nette/financement propre

<sup>3</sup> Emplois nets = investissements physiques et financiers + variation des besoins en fonds de roulement + variation des disponibilités – cessions d'actifs

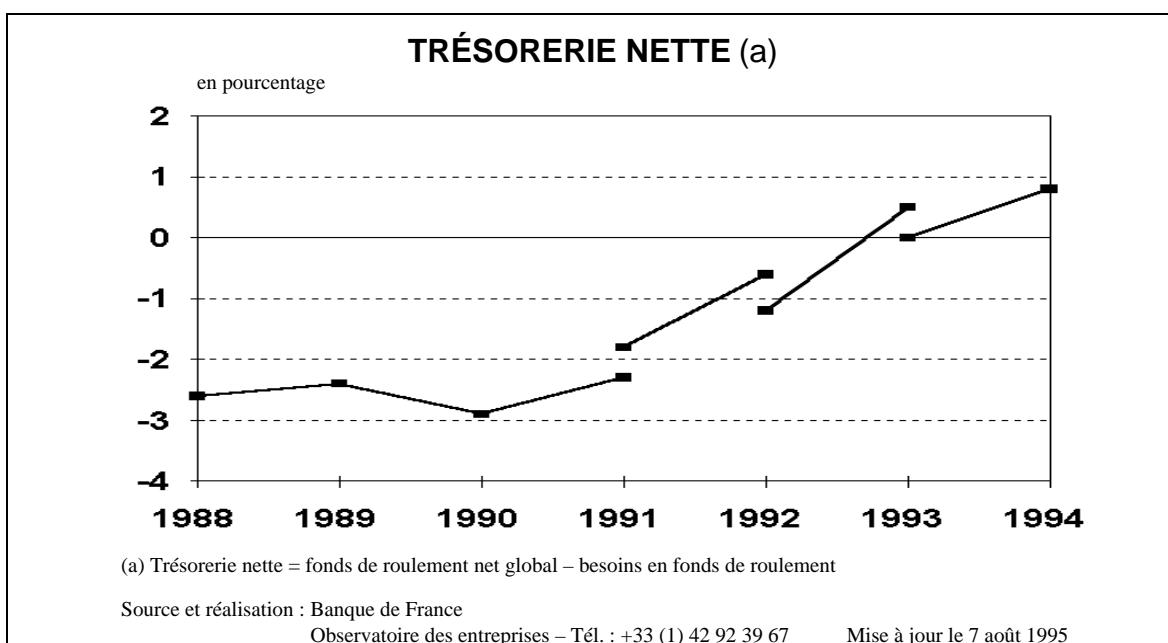
<sup>4</sup> Taux d'autofinancement : ce ratio rapporte l'autofinancement à l'ensemble des emplois et non, comme dans la comptabilité nationale, à la seule formation brute de capital fixe. Recalculé suivant ces critères, le taux d'autofinancement est de l'ordre de 140 % (133 % dans les PME, 145 % dans les grandes entreprises).

Le taux d'endettement<sup>1</sup> a de nouveau sensiblement diminué en 1993. À 32 %, il est inférieur de 33 points à son niveau de 1985 (65 %), ce qui confirme le remarquable redressement de l'autonomie financière des entreprises industrielles opéré au cours de ces dix dernières années.

Le taux d'intermédiation bancaire est resté stable dans les PME et a progressé très légèrement dans les grandes entreprises.



L'augmentation du financement propre, en contribuant au renforcement du financement stable, a permis tout à la fois une meilleure couverture des capitaux investis et un élargissement de la trésorerie, tant dans les PME que dans les grandes entreprises.

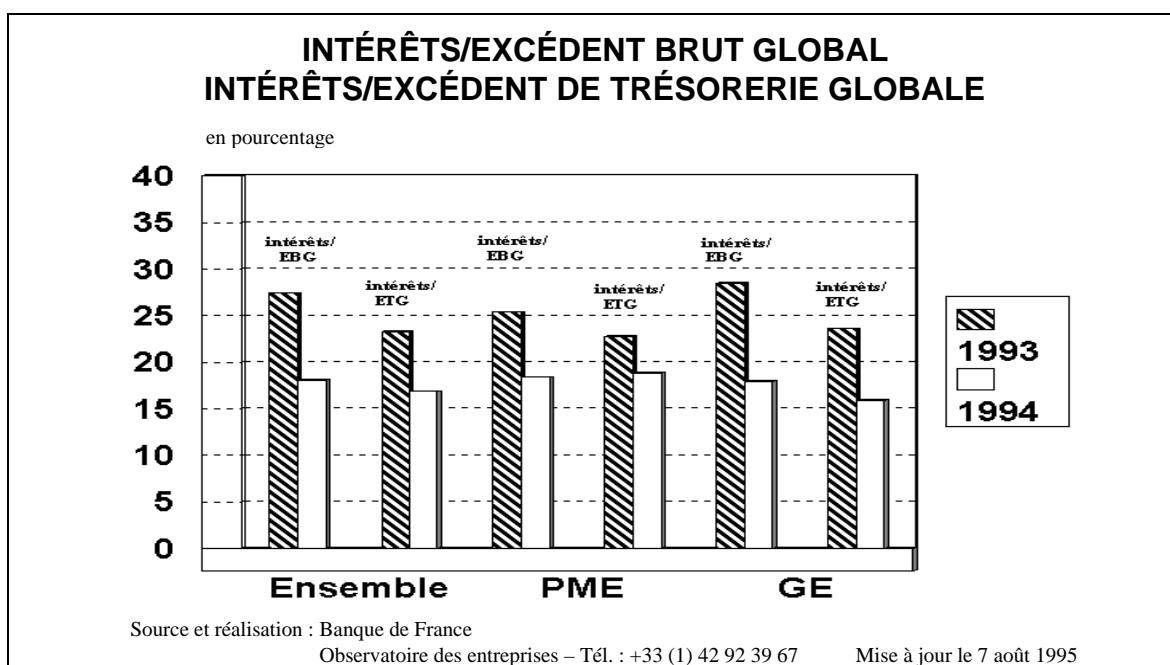


<sup>1</sup> Taux d'endettement = endettement + groupe et associés créditeurs/financement propre

La part des charges financières dans l'excédent brut global<sup>1</sup> a diminué dans l'ensemble de l'industrie manufacturière de 27,4 % à 18,1 %, ce qui traduit un net allégement de la contrainte de solvabilité. L'amélioration de ce ratio tient au redressement de l'excédent brut global. Il s'explique également par une diminution de 30 % des intérêts versés au groupe et aux associés et de 23 % de ceux versés aux prêteurs, suite au recul du volume et du coût de l'endettement.

La charge des annuités d'emprunt (remboursement en capital et intérêts) a été plus facilement assurée qu'en 1993, notamment dans les grandes entreprises où elle a représenté 38,3 % de l'excédent de trésorerie globale<sup>2</sup>, contre 54,3 % l'exercice précédent.

La moindre vulnérabilité des entreprises semble être confirmée par la réduction du nombre de défaillances d'entreprises constatées en 1994.



<sup>1</sup> Excédent brut global = excédent brut d'exploitation + résultat des opérations hors exploitation

<sup>2</sup> Excédent de trésorerie globale = excédent brut global – variation des besoins en fonds de roulement

# PRINCIPALES TENDANCES RÉGIONALES DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE LORS DU DERNIER CYCLE CONJONCTUREL (1986-1994)

La Banque de France effectue mensuellement une enquête de tendance (Enquête mensuelle de conjoncture) auprès d'un large échantillon de chefs d'entreprise industrielle interrogés par son réseau de succursales. À partir de cette information, il est possible de retracer les tendances de la production industrielle au niveau des régions et d'analyser leurs évolutions au cours du dernier cycle conjoncturel. Cette étude prolonge des travaux antérieurs (cf. annexe 1) qui portaient sur la période allant de septembre 1979 à février 1986. Ces travaux avaient fait ressortir les évolutions divergentes des régions et l'influence exercée par les caractéristiques sectorielles sur la conjoncture régionale.

Dans la présente étude, la période d'analyse s'étend de janvier 1986 à décembre 1994. La mise en évidence des tendances et du cycle suivis pour chaque région s'opèrent, comme précédemment, à partir de la seule *production industrielle*, en utilisant les opinions recueillies dans l'Enquête mensuelle de conjoncture. Ces données, disponibles pour chaque rayon d'action des succursales à l'intérieur d'une même région, ont été agrégées, par grand secteur d'activité et pour l'ensemble de la production industrielle, puis désaisonnalisées.

---

MARIE-PIERRE LECLAIR  
*Direction de la Conjoncture*  
Service d'Études et de Recherche sur la conjoncture

Dans cette étude, on se propose, d'une part, d'analyser les tendances générales de la production industrielle régionale sur la période de 1986 à 1994 ainsi que l'influence exercée par les caractéristiques sectorielles propres à chaque région sur la conjoncture régionale, et, d'autre part, d'observer le comportement des régions face au dernier cycle.

## 1. Méthodologie générale

### 1.1. *Les tendances générales de la production industrielle régionale de 1986 à 1994*

Au cours de la période étudiée, la conjoncture nationale de l'industrie traverse plusieurs phases : une phase de reprise jusqu'en 1989 ; puis, de 1990 à 1992, un ralentissement de la croissance, voire une stabilisation ; une phase de récession qui débute fin 1992 ; enfin une reprise depuis l'automne 1993.

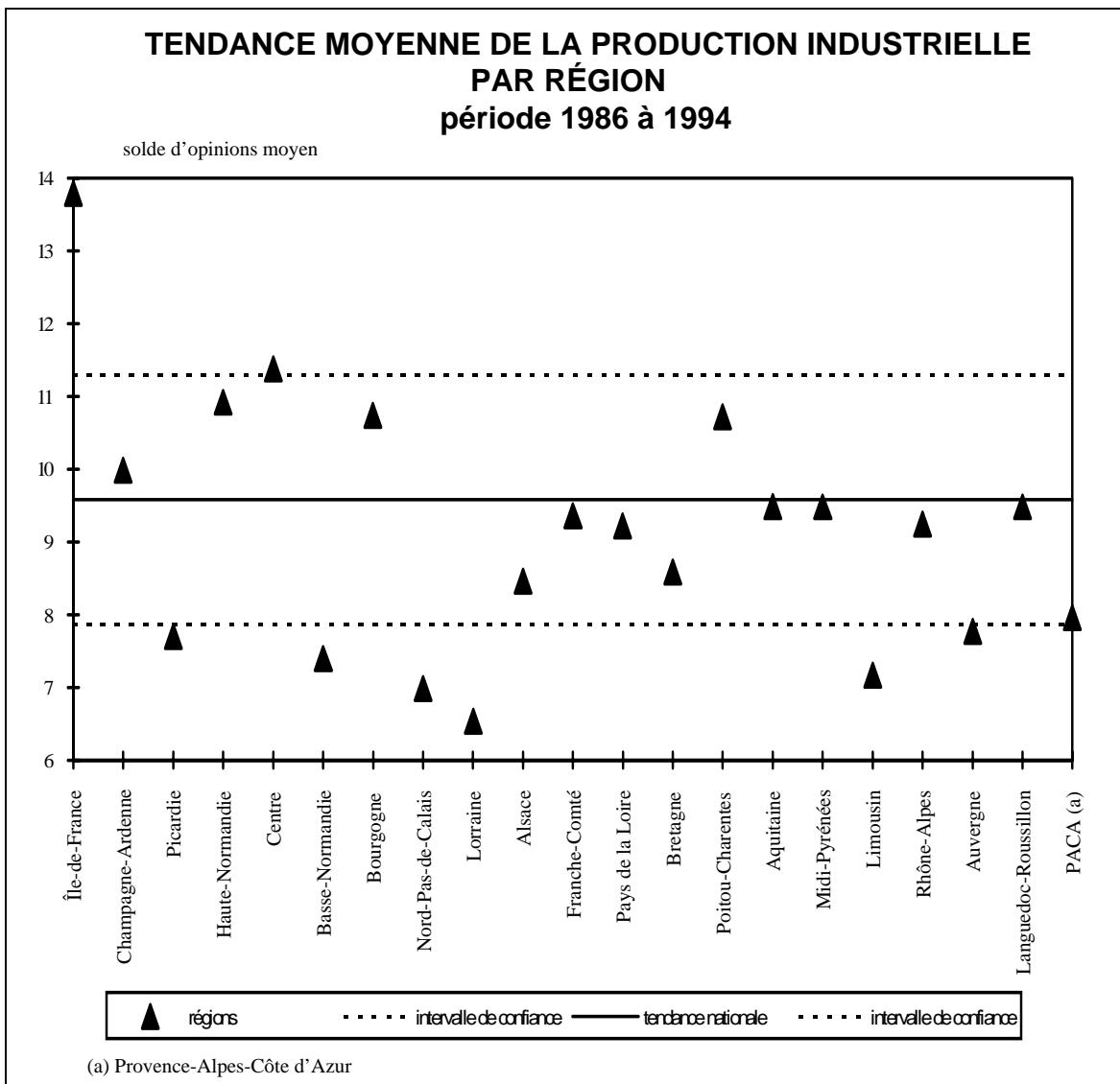
Afin d'évaluer les avances ou retards pris par les différentes régions à la fin de 1994, on a calculé pour chaque région<sup>1</sup>, et pour l'économie nationale dans son ensemble, la moyenne des soldes d'opinion mensuelle relatifs à l'évolution de la production industrielle sur l'ensemble de la période (janvier 1986-décembre 1994).

La comparaison de chacune de ces moyennes régionales avec la moyenne nationale permet de distinguer trois catégories de régions (cf. graphique ci-après) :

- les régions qui obtiennent une croissance proche de celle qui est observée au niveau national (Champagne-Ardenne, Haute-Normandie, Bourgogne, Alsace, Franche-Comté, Pays de la Loire, Bretagne, Poitou-Charentes, Aquitaine, Midi-Pyrénées, Rhône-Alpes, Languedoc-Roussillon et Provence-Alpes-Côte d'Azur)<sup>2</sup> ;
- les régions où la production industrielle croît en moyenne à un rythme supérieur à la tendance nationale (Île-de-France et Centre), c'est-à-dire au-delà de l'intervalle retenu ;
- les régions dont la tendance moyenne croît à un rythme inférieur à la tendance nationale (Picardie, Basse-Normandie, Nord-Pas-de-Calais, Lorraine, Limousin et Auvergne), c'est-à-dire en deçà de l'intervalle retenu.

<sup>1</sup> En raison de son faible poids relatif dans la production industrielle, la région Corse n'a pu être retenue dans l'étude.

<sup>2</sup> L'écart enregistré avec la moyenne nationale est compris entre – 1,72 et 1,72, bornes qui correspondent à la mesure statistique de l'intervalle de confiance.



Ces résultats diffèrent assez sensiblement de ceux des études précédentes (cf. annexe 1) portant sur la période 1979-1986.

Parmi les *régions qui étaient relativement défavorisées en 1986* (six régions au total qui connaissaient un écart négatif supérieur à 2 points), les régions Champagne-Ardenne et Bourgogne n'y figurent plus, toutes deux retrouvant une évolution quasi conforme à la moyenne d'ensemble. Deux nouvelles régions entrent dans cette catégorie — le Nord-Pas-de-Calais et le Limousin. Enfin, pour ce qui concerne les quatre autres régions classées dans ce groupe en 1986, la Lorraine obtient maintenant les résultats les moins bons tandis que les positions de l'Auvergne et de la Basse-Normandie s'améliorent, celle de la Picardie restant inchangée.

Parmi les *régions qui bénéficiaient d'une avance relativement sensible par rapport à la moyenne nationale* (cinq régions au total) :

- trois ont quitté cette catégorie : le Languedoc-Roussillon, en tête dans la précédente étude, la Franche-Comté et la Bretagne qui ont retrouvé une position moyenne ;
- deux régions subsistent dans ce lot : le Centre, où l'écart ne s'est pas modifié, et l'Île-de-France, dont l'avance s'est sensiblement accrue.

Enfin, *certaines régions demeurent, comme précédemment, très proches de la moyenne nationale* : Haute-Normandie, Poitou-Charentes, Pays de la Loire, Aquitaine, Midi-Pyrénées, Alsace, Rhône-Alpes et Provence-Alpes-Côte d'Azur.

Ces modifications de classement sont sans doute liées à la conjoncture très différente des deux périodes :

- la première était caractérisée par l'absence de cycle très marquée et une conjoncture internationale déprimée, notamment en début de période ;
- la seconde, en revanche, connaît deux reprises conjoncturelles dont la plus récente, notamment, est largement soutenue par les exportations encadrant une phase de récession relativement sévère.

Certaines régions pourraient, en effet, être plus sensibles que d'autres au cycle d'activité.

Des changements structurels importants entre les deux périodes étudiées (1979 à 1985 pour l'étude précédente et 1986 à 1994 pour l'étude actuelle) pourraient aussi contribuer à expliquer les divergences.

## 1.2. *L'influence des structures sectorielles*

**1.2.1.** Il convient de s'interroger tout d'abord sur l'influence qu'a pu avoir une modification des structures régionales sur les changements intervenus dans le positionnement des régions ; on appellera que sept régions sont principalement concernées :

- l'Île-de-France dont l'avance s'est sensiblement accrue ;
- la Champagne-Ardenne et la Bourgogne, qui comblent leur retard ;
- le Nord-Pas-de-Calais et le Limousin qui rejoignent le groupe des régions défavorisées ;
- enfin la Bretagne et le Languedoc-Roussillon, dont les positions relatives se sont détériorées.

Si l'on compare la structure sectorielle moyenne des cinq grands compartiments (industries agro-alimentaires, biens intermédiaires, biens d'équipement professionnels, automobile et transports terrestres et biens de consommation) des deux périodes — de 1979 à 1985 (cf. annexe 2) et de 1986 à 1994 (cf. tableau ci-après) —, on observe que les modifications des poids relatifs de ces cinq grands secteurs sont faibles pour six des sept régions citées ci-dessus. Seule l'Île-de-France est caractérisée par des changements plus marqués de son tissu industriel, la part de l'automobile s'étant réduite au profit de celle des biens de consommation ; cette évolution explique en partie le dynamisme de l'Île-de-France, puisqu'au cours de la période 1986-1994 la production des biens de consommation s'est accrue à un rythme supérieur de cinq points à celui de l'automobile.

**POIDS DES SECTEURS INDUSTRIELS DANS LES RÉGIONS**  
**(estimation tirée de la répartition de la population active)**  
**période 1986 à 1994**

(en pourcentage)

RÉGIONS	SECTEURS INDUSTRIELS					
	IAA	BI	BEP	ATT	BC	TOTAL
FRANCE ENTIÈRE .....	12,4	27,5	24,7	8,2	27,2	100,0
RÉGION 01 ÎLE-DE-FRANCE.....	7,4	17,2	34,4	9,4	31,6	100,0
RÉGION 02 CHAMPAGNE-ARDENNE .....	15,2	37,1	13,7	5,3	28,7	100,0
RÉGION 03 PICARDIE .....	14,1	37,8	16,1	8,2	23,8	100,0
RÉGION 04 HAUTE-NORMANDIE.....	9,3	31,4	27,2	14,1	18,0	100,0
RÉGION 05 CENTRE .....	9,5	29,4	24,7	7,5	28,9	100,0
RÉGION 06 BASSE-NORMANDIE .....	18,4	22,3	21,2	12,2	25,9	100,0
RÉGION 07 BOURGOGNE.....	11,1	34,1	22,2	6,6	26,0	100,0
RÉGION 08 NORD-PAS-DE-CALAIS .....	12,3	33,4	14,3	9,5	30,5	100,0
RÉGION 09 LORRAINE .....	11,2	41,3	13,0	9,7	24,8	100,0
RÉGION 10 ALSACE .....	12,5	27,1	23,2	12,2	25,0	100,0
RÉGION 11 FRANCHE-COMTÉ.....	7,7	24,7	23,6	27,4	16,6	100,0
RÉGION 12 PAYS DE LA LOIRE .....	16,4	22,6	21,6	6,3	33,1	100,0
RÉGION 13 BRETAGNE .....	31,2	17,1	23,7	8,4	19,6	100,0
RÉGION 14 POITOU-CHARENTES .....	18,1	22,7	24,9	6,9	27,4	100,0
RÉGION 15 AQUITAINE.....	17,1	23,6	24,7	3,1	31,5	100,0
RÉGION 16 MIDI-PYRÉNÉES .....	14,3	20,1	30,7	3,1	31,8	100,0
RÉGION 17 LIMOUSIN .....	13,3	31,3	22,1	4,9	28,4	100,0
RÉGION 18 RHÔNE-ALPES.....	8,5	32,5	26,6	6,4	26,0	100,0
RÉGION 19 AUVERGNE .....	11,9	48,8	14,0	3,8	21,5	100,0
RÉGION 20 LANGUEDOC-ROUSSILLON.....	18,8	31,4	20,8	1,0	28,0	100,0
RÉGION 21 PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR	16,1	29,9	31,6	1,1	21,3	100,0

Les zones ombrées représentent le poids du secteur dominant dans la région considérée.

Source : L'emploi régional et sectoriel (Magda Tomasini), INSEE Résultats

### 1.2.2. Les particularités du tissu industriel expliquent-elles les performances propres à chaque région au terme de la période étudiée ?

Il s'agit de tester l'hypothèse selon laquelle l'activité régionale ne traduirait que la conjoncture des différents secteurs en fonction de leur poids respectif dans la région en supposant que l'évolution de la conjoncture d'un secteur est la même en divers points du territoire.

L'exercice consiste d'abord à calculer une production régionale théorique en appliquant aux données nationales de chaque grand secteur<sup>1</sup> les poids de chacun de ceux-ci dans la région considérée, puis à régresser cette production théorique sur la production réelle.

<sup>1</sup> On ne peut pas conduire l'analyse à un niveau plus fin.

Il n'est pas possible de dégager de coefficient significatif dans la plupart des cas, sauf pour l'Île-de-France et Rhône-Alpes, ce qui n'est guère surprenant dans la mesure où seules ces deux régions possèdent au sein de chaque grand secteur industriel des branches suffisamment diversifiées pour que soit validée l'hypothèse de départ selon laquelle la conjoncture d'un grand compartiment ne varie pas en fonction de la région.

**1.2.3.** On s'interroge enfin sur l'influence qu'un secteur particulier peut entraîner sur l'ensemble de l'industrie de la région.

Là encore, les données des cinq grands secteurs sont utilisées à défaut de pouvoir conduire une analyse plus fine.

L'exercice consiste à régresser, pour chaque région, la tendance nationale de l'évolution de chacun des cinq grands secteurs avec la tendance de la production régionale totale. Les résultats apparaissent plus pertinents que dans le cas précédent.

*Dans plusieurs régions, un seul secteur paraît jouer ce rôle moteur*, le degré d'influence des autres compartiments étant significativement plus faible.

C'est le cas de la *Picardie*, du *Nord-Pas-de-Calais*, de la *Lorraine*, de l'*Aquitaine*, de *Rhône-Alpes* et du *Languedoc-Roussillon* où les *biens intermédiaires* sont déterminants même si, comme observé en Aquitaine, ce n'est pas le secteur le plus important en termes d'effectifs employés.

C'est le cas également de la *Haute-Normandie* et de la *Franche-Comté* avec *l'automobile et les transports terrestres* comme secteur dominant, et, des *Pays de la Loire* avec les *biens de consommation*.

*Dans d'autres régions, ce sont plusieurs secteurs* qui jouent ce rôle d'entraînement, leur influence étant, cependant, moins marquée que dans le cas précédent :

– la *Champagne-Ardenne*, le *Centre*, la *Basse-Normandie*, le *Poitou-Charentes*, l'*Auvergne*, la *Provence-Alpes-Côte d'Azur* avec les *biens intermédiaires et les biens de consommation* ;

– la *Bretagne*, avec *l'industrie agro-alimentaire, les biens intermédiaires et les biens de consommation* (faiblement significatifs cependant) ;

– la *Bourgogne*, le *Midi-Pyrénées* et le *Limousin*, avec les *biens intermédiaires, les biens de consommation et les biens d'équipement professionnels* ;

– l'*Alsace*, avec les *biens de consommation, les biens intermédiaires, l'automobile et les transports terrestres*.

Enfin, une région — l'Île-de-France — se trouve dans une situation particulière : tous les secteurs, à l'exception de l'industrie agro-alimentaire, influencent la conjoncture régionale, parfois fortement, comme les *biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels* ; le poids élevé de la région dans la France entière explique cette particularité.

## 2. Les régions face au dernier cycle

L'examen des profils d'évolution de 1986 à la fin de 1994 suscite diverses interrogations : peut-on mettre en évidence des fluctuations régionales propres ? Existe-t-il des décalages conjoncturels entre les régions ? Les régions qui entrent les premières en phase de récession sont-elles les premières à en sortir ? Ces évolutions sont-elles avant tout déterminées par la structure sectorielle ou par des caractéristiques régionales spécifiques ?

### 2.1. Les régions dans le cycle

Le cycle d'activité sous revue (1986-1994) a été décomposé en différentes phases déterminées à partir des soldes d'opinions trimestrialisés de l'Enquête mensuelle de conjoncture.

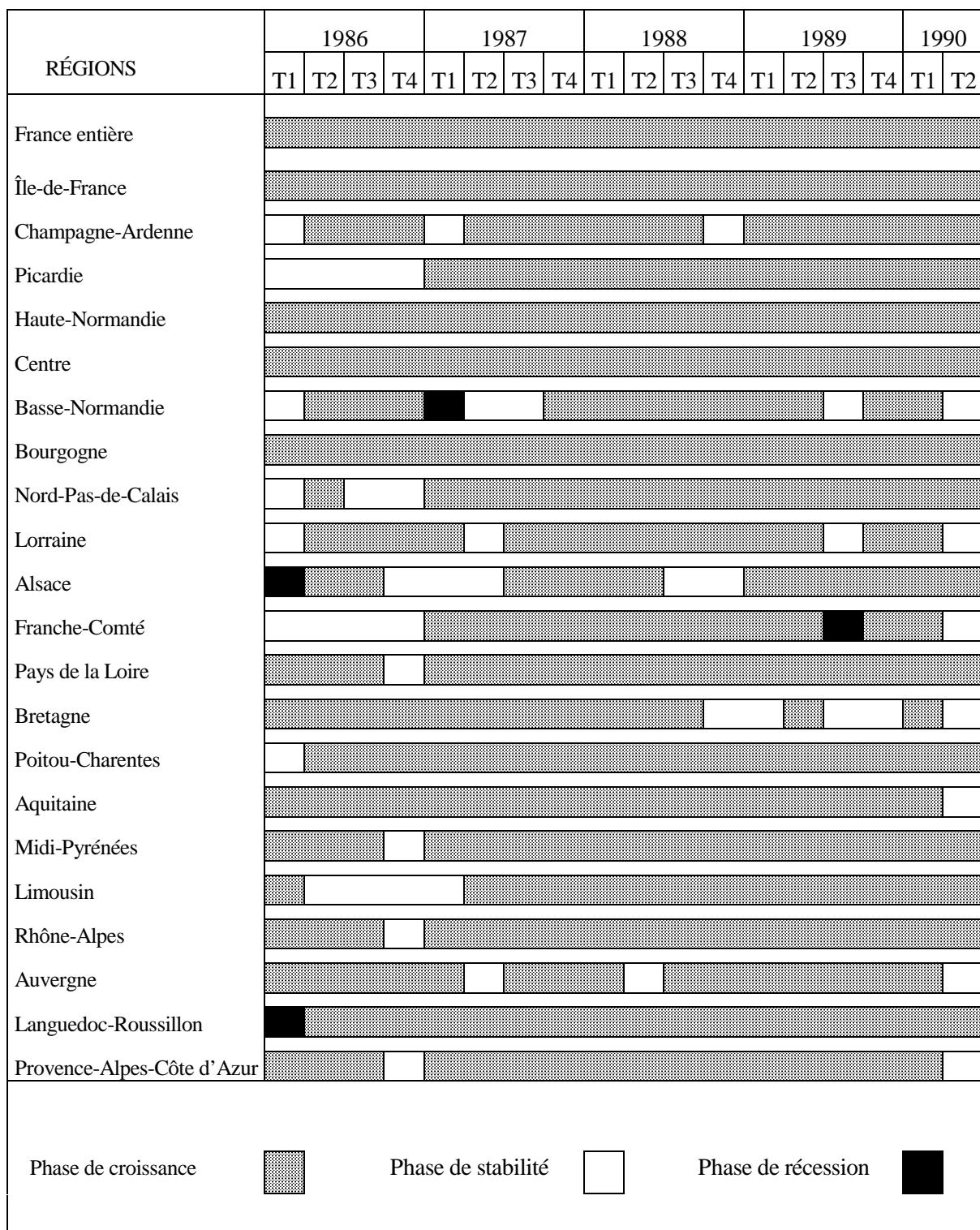
Ces phases ont été définies de la façon suivante :

- *phase de croissance* : phase durant laquelle la tendance du solde d'opinion moyen trimestriel est supérieure à 5,
- *phase de stabilité* : phase durant laquelle la tendance du solde d'opinion moyen trimestriel est comprise entre -5 et +5,
- *phase de récession* : phase durant laquelle la tendance du solde d'opinion moyen trimestriel est inférieure à -5.

On distingue alors quatre périodes (cf. graphiques ci-après) :

- du *premier trimestre de 1986 au deuxième trimestre de 1990* s'ouvre une phase de croissance de la production industrielle,
- du *troisième trimestre de 1990 au troisième trimestre de 1992* une phase de relative stabilité,
- du *quatrième trimestre de 1992 au troisième trimestre de 1993* une phase de récession,
- du *quatrième trimestre de 1993 au quatrième trimestre de 1994*, la phase de croissance actuelle.

## PRINCIPALES PHASES DU



## CYCLE D'ACTIVITÉ PAR RÉGION



Le tableau récapitulatif ci-dessus met en évidence l'existence de décalages conjoncturels entre les régions, que l'on peut apprécier, phase par phase<sup>1</sup>.

### 2.1.1. La phase initiale de croissance

(du premier trimestre de 1986 au deuxième trimestre de 1990)

Au cours de cette période, toutes les régions suivent à peu près la tendance nationale et connaissent dans l'ensemble une phase de croissance qui s'affirme surtout à partir du troisième trimestre de 1987.

### 2.1.2. La phase relative de stabilité

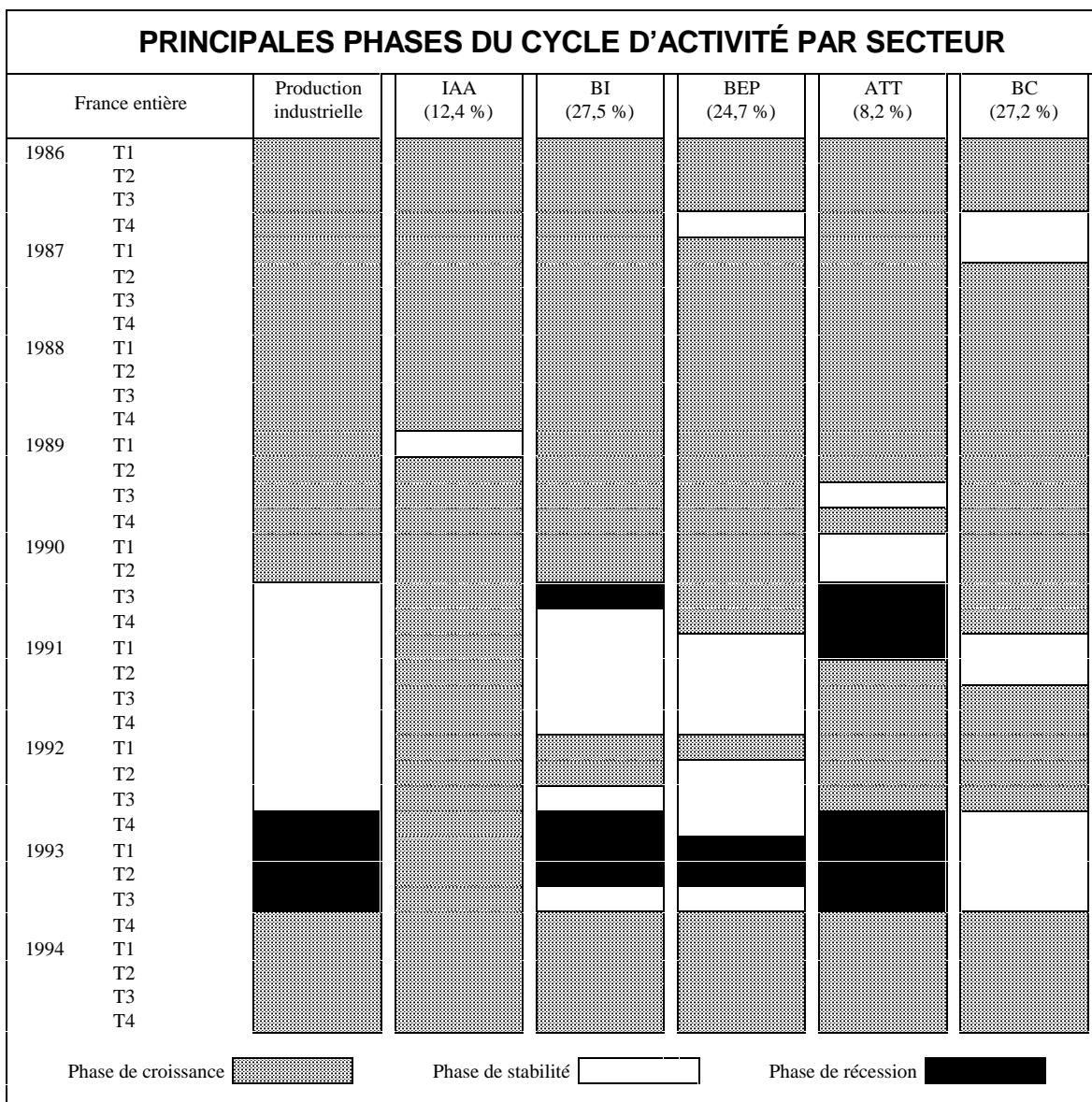
(du troisième trimestre de 1990 au troisième trimestre de 1992)

Cette deuxième période — stabilisation au plan national — est parfois caractérisée par une mini-récession (plus d'un trimestre de soldes d'opinion moyens inférieurs à -5) pour certaines régions.

RÉGIONS	SECTEURS INFLUENTS
Haute-Normandie.....	automobile et transports terrestres
Lorraine .....	biens intermédiaires
Franche-Comté.....	automobile et transports terrestres
Alsace.....	biens de consommation, biens intermédiaires, automobile et transports terrestres
Limousin.....	biens d'équipement professionnels, biens intermédiaires, biens de consommation
Auvergne.....	biens intermédiaires, biens de consommation
Rhône-Alpes.....	biens intermédiaires

Ces régions sont marquées par la prédominance des biens intermédiaires et de l'automobile. On retrouve ici une caractéristique habituelle des biens intermédiaires qui précèdent généralement le cycle conjoncturel. Par ailleurs, comme le montre le graphique suivant pour l'ensemble du pays, on remarque que l'automobile connaît une période de récession qui s'amorce dès le premier trimestre 1990 et que les biens intermédiaires subissent également un ralentissement sensible. Quant aux autres grands secteurs, si les biens d'équipement professionnels sont également touchés, mais plus tardivement (premier trimestre 1991), l'industrie agro-alimentaire, surtout, et les biens de consommation échappent à la récession.

<sup>1</sup> La présence éventuelle de points aberrants risque d'altérer la signification de certaines évolutions.



Enfin, certaines régions ne sont pratiquement pas affectées par cette stabilisation et connaissent une croissance continue à un rythme, il est vrai, ralenti : il s'agit de la Bourgogne, de la Bretagne, du Poitou-Charentes et de la Provence-Alpes-Côte d'Azur.

En Bretagne, prédomine l'industrie agro-alimentaire, secteur peu marqué par les fluctuations conjoncturelles et, de surcroît, fortement exportateur ; ces régions auraient pu également, mieux que d'autres, bénéficier de la reprise de la demande mondiale au second semestre 1991.

### 2.1.3. La phase de récession

(du quatrième trimestre 1992 au troisième trimestre 1993)

Deux régions semblent entrer en crise un trimestre avant les autres : le Midi-Pyrénées et la Provence-Alpes-Côte d'Azur dont les secteurs industriels influents sont pourtant différents : les biens d'équipement professionnels pour la première, les biens intermédiaires pour la seconde.

Certaines régions ne subissent pas de phase de récession (aucun solde d'opinion moyen trimestriel inférieur à -5) mais simplement une phase de stabilisation.

RÉGIONS	SECTEURS INFLUENTS (a)
Champagne-Ardenne.....	<i>biens intermédiaires</i> , biens de consommation
Franche-Comté.....	<i>automobile et transports terrestres</i>
Bretagne .....	<i>industries agro-alimentaires</i> , biens intermédiaires, biens de consommation

(a) Les secteurs libellés en italique exercent l'influence la plus significative sur la production d'ensemble de la région.

D'autres ne connaissent qu'une brève récession (un trimestre).

RÉGIONS	SECTEURS INFLUENTS (a)
Centre.....	<i>biens intermédiaires</i> , biens de consommation
Poitou-Charentes.....	<i>biens intermédiaires</i> , biens de consommation
Bourgogne.....	<i>biens intermédiaires</i> , biens de consommation, biens d'équipement professionnels
Basse-Normandie.....	<i>biens de consommation</i> , biens intermédiaires
Lorraine.....	<i>biens intermédiaires</i>
Pays de la Loire.....	<i>biens de consommation</i>

(a) Les secteurs libellés en italique exercent l'influence la plus significative sur la production d'ensemble de la région.

### 2.1.4. La phase de croissance actuelle

(du quatrième trimestre de 1993 au quatrième trimestre de 1994)

Ce mouvement de reprise (solde d'opinion moyen trimestriel supérieur à +5) semble débuter plus tôt pour quatre régions.

RÉGIONS	SECTEURS INFLUENTS (a)
Bourgogne.....	<i>biens intermédiaires</i> , biens de consommation, biens d'équipement professionnels
Bretagne .....	<i>industries agro-alimentaires</i> , biens intermédiaires, biens de consommation
Aquitaine.....	<i>biens intermédiaires</i>
Provence-Alpes-Côte d'Azur.....	<i>biens intermédiaires</i> , biens de consommation

(a) Les secteurs libellés en italique exercent l'influence la plus significative sur la production d'ensemble de la région.

Apparemment, la structure sectorielle ne semble donc pas pertinente pour expliquer les divergences relevées ci-dessus.

Il convient toutefois de noter que les séries utilisées comportent souvent des valeurs qui paraissent aberrantes — soit à la hausse, soit à la baisse —, ce qui rend difficile l'interprétation des moyennes trimestrielles des opinions, notamment si l'on vise à déterminer avec précision l'ampleur du mouvement conjoncturel et la datation précise des points de retournement.

Pour éviter cet inconvénient, on étudie les deux dernières phases du cycle en se référant aux opinions émises mois par mois et en faisant abstraction des points aberrants.

### ***2.2. Les deux dernières phases du cycle à partir des opinions mensuelles***

L'entrée en récession a été définie comme une phase durant laquelle le solde d'opinion mensuel est durablement (plus de trois mois) inférieur à -5.

Tandis que la sortie correspond à une phase durant laquelle le solde d'opinion mensuel est durablement (plus de trois mois) supérieur à +5.

La chronologie suivante apparaît alors.

<b>DATES D'ENTRÉE ET DE SORTIE DE CRISE</b>			
RÉGIONS	ENTRÉE DANS LA CRISE	SORTIE DE LA CRISE	DURÉE (en mois)
FRANCE ENTIERE .....	Octobre 1992	Novembre 1993	13
RÉGION 01 ÎLE-DE-FRANCE.....	Octobre 1992	Novembre 1993	13
RÉGION 02 CHAMPAGNE-ARDENNE.....		Pas de crise ressentie	0
RÉGION 03 PICARDIE .....	Octobre 1992	Juin 1993	8
RÉGION 04 HAUTE-NORMANDIE.....	Novembre 1992	Octobre 1993	11
RÉGION 05 CENTRE .....		Peu de crise ressentie	(a)
RÉGION 06 BASSE-NORMANDIE.....	Octobre 1992	Novembre 1993	13
RÉGION 07 BOURGOGNE.....	Novembre 1992	Juin 1993	7
RÉGION 08 NORD-PAS-DE-CALAIS.....	Novembre 1992	Novembre 1993	12
RÉGION 09 LORRAINE.....	Octobre 1992	Octobre 1993	12
RÉGION 10 ALSACE.....	Novembre 1992	Février 1994	15
RÉGION 11 FRANCHE-COMTÉ.....		Pas de crise ressentie	0
RÉGION 12 PAYS DE LA LOIRE.....	Novembre 1992	Novembre 1993	12
RÉGION 13 BRETAGNE .....		Pas de crise ressentie	0
RÉGION 14 POITOU-CHARENTES .....		Peu de crise ressentie	(a)
RÉGION 15 AQUITAINE.....	Mars 1993	Septembre 1993	6
RÉGION 16 MIDI-PYRÉNÉES .....	Septembre 1992	Octobre 1993	13
RÉGION 17 LIMOUSIN .....	Mars 1993	Novembre 1993	8
RÉGION 18 RHÔNE-ALPES .....	Septembre 1992	Septembre 1993	12
RÉGION 19 AUVERGNE.....	Décembre 1992	Octobre 1993	10
RÉGION 20 LANGUEDOC-ROUSSILLON.....	Mars 1993	Avril 1994	13
RÉGION 21 PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR	Juin 1992	Février 1994	20

(a) Durée de récession inférieure à trois mois

### 2.2.1. La période de récession

#### *Les régions qui paraissent épargnées par la récession*

Les trois régions (Champagne-Ardenne, Franche-Comté et Bretagne) repérées comme échappant à la récession en se fondant sur les moyennes trimestrielles des cotations confirment leur performance sur la base des critères mensuels utilisés.

En revanche, deux régions seulement — Centre et Poitou-Charentes —, contre six précédemment, sont diagnostiquées comme ayant faiblement subi le recul de l'activité, la période durant laquelle des opinions mensuelles sont cotées en deçà de -5 ayant été inférieure à trois mois consécutifs.

Ces cinq régions, qu'elles aient été totalement ou presque totalement épargnées, ne présentent pas de caractéristiques sectorielles voisines, bien au contraire. La situation de la Bretagne s'explique aisément par la prédominance de l'industrie agro-alimentaire, peu sensible à la conjoncture, et également par un dynamisme particulier, comme en témoigne la progression continue des effectifs employés dans l'industrie que cette région est seule à enregistrer (+ 4,3 % sur la période 1986-1994). Les avantages dont bénéficient les quatre autres régions sont plus difficiles à expliquer sans se référer à une analyse plus approfondie (cf. annexe 3) des évolutions de chaque grand secteur par rapport à la conjoncture nationale. En particulier, l'évolution de la Franche-Comté, dont l'économie est bien corrélée, sur l'ensemble de la période 1986-1994, avec la conjoncture de l'automobile, secteur loin d'être épargné par la crise, est *a priori* surprenante. Il semble que ces régions bénéficient d'une dynamique qui leur est propre.

#### *Les seize régions qui subissent la crise*

On remarque, en premier lieu, que les dates d'entrée en récession sont assez voisines :

- pour neuf régions sur seize, cette date se situe soit en octobre, soit en novembre 1992, comme pour la France entière ;
- pour trois régions (Provence-Alpes-Côte d'Azur, Midi-Pyrénées et Rhône-Alpes), elle se situe un peu plus tôt (un ou deux mois) mais cette légère avance ne semble pas très significative ;
- enfin, pour quatre autres régions, un retard est observé : peu sensible pour l'Auvergne (un à deux mois), il apparaît plus marqué pour l'Aquitaine, le Languedoc-Roussillon et le Limousin qui amorcent la phase de récession en mars 1993, soit près de six mois plus tard.

Les dates de sortie de récession paraissent également assez proches :

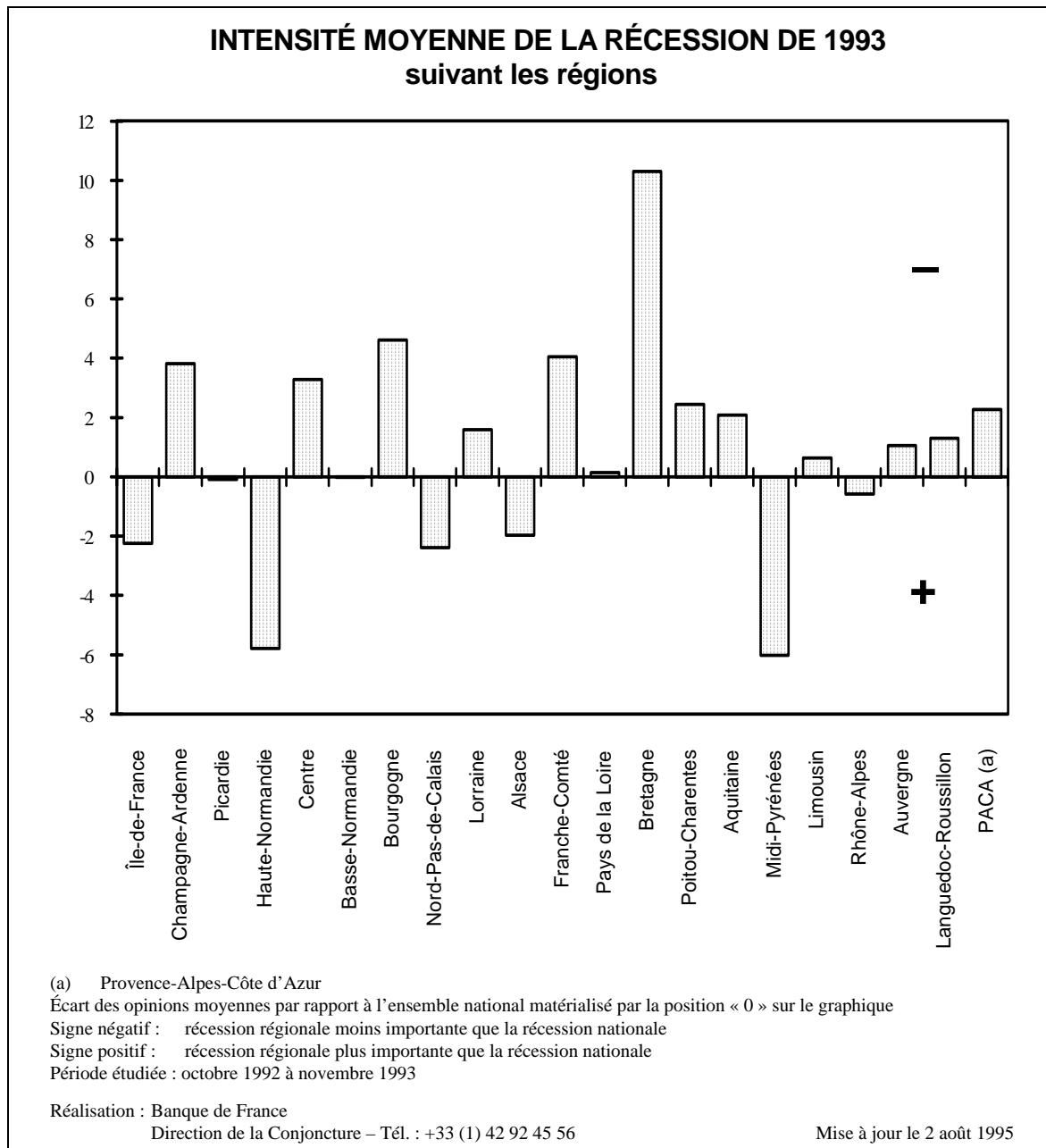
- pour la plupart des régions — neuf sur seize —, elle se situe en octobre ou novembre 1993 (comme la France entière) ;
- quelques régions sortent un peu plus tôt : Picardie et Bourgogne en juin 1993, Aquitaine et Rhône-Alpes, en septembre 1993 ;
- enfin l'Alsace et la Provence-Alpes-Côte d'Azur attendent février 1994, le Languedoc-Roussillon avril 1994.

#### *L'intensité de la phase de récession*

Celle-ci peut être appréciée en rapprochant, durant une période uniforme qui correspond à la durée de la récession nationale (octobre 1992 à novembre 1993), la moyenne des soldes d'opinion mensuels de chaque région de la moyenne du solde national.

On a considéré l'ensemble des régions, y compris celles qui ont paru échapper au creux conjoncturel.

Le graphique ci-après reproduit les résultats de la comparaison.



On remarque :

– que l'intensité de la crise est d'ampleur égale ou très proche de celle de la France pour la moitié des régions (Picardie, Basse-Normandie, Lorraine, Pays de la Loire, Limousin, Rhône-Alpes, Auvergne et Languedoc-Roussillon). Ces régions sont pourtant loin d'être homogènes si l'on se réfère à leur structure sectorielle ou à l'importance de leur tissu industriel ;

– que cinq régions paraissent pénalisées : la Haute-Normandie et le Midi-Pyrénées particulièrement, l'Île-de-France, le Nord-Pas-de-Calais et l'Alsace plus modérément.

Pour les deux premières, on trouve une relation significative entre leur conjoncture et la conjoncture d'un secteur en particulier qui apparaît ainsi entraîner l'ensemble de l'économie régionale : pour la Haute-Normandie, il s'agit de l'automobile, dont la crise a été particulièrement marquée ; pour le Midi-Pyrénées, il s'agit des biens d'équipement professionnels, dominés dans cette région par la construction aéronautique qui a été, elle aussi, particulièrement affectée.

Pour les trois autres régions, le recul accentué peut s'expliquer par la place importante des exportations, lesquelles ont enregistré un fléchissement plus sensible que celui de la demande intérieure ; c'est le cas en particulier pour l'Alsace qui a, semble-t-il, souffert de la récession sévère en Allemagne :

- que huit régions ont bénéficié d'une évolution plus favorable que la moyenne.

On retrouve bien évidemment les cinq régions (Champagne-Ardenne, Franche-Comté, Bretagne, Centre et Poitou-Charentes) épargnées totalement ou partiellement par la récession, la Bretagne, en particulier, se distinguant très nettement.

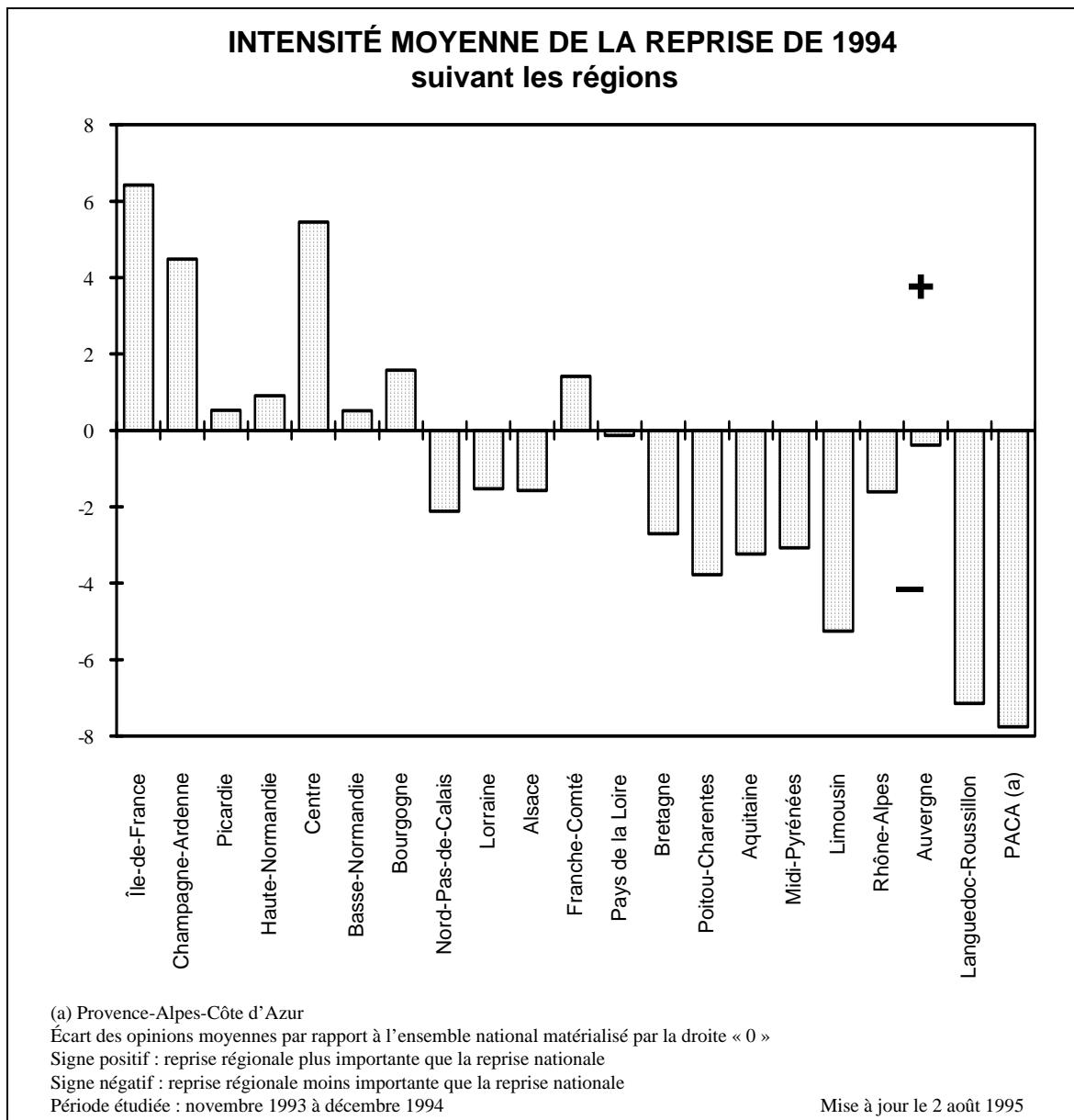
Trois autres régions font également partie de ce groupe :

- la Bourgogne, surtout, et l'Aquitaine, parce que le creux du cycle y a été plus court (sept et six mois),
- la Provence-Alpes-Côte d'Azur.

### 2.2.2. La phase de reprise

Elle débute en octobre ou novembre 1993 pour la plupart des régions ; la Bourgogne et la Picardie reprennent un trimestre plus tôt tandis qu'un retard de plusieurs mois se manifeste en Alsace, Provence-Alpes-Côte d'Azur et Languedoc-Roussillon.

L'intensité de la reprise est analysée selon la même démarche que précédemment (cf. supra graphique « Dates d'entrée et de sortie de crise » ).



– La reprise est significativement plus marquée que la moyenne en Île-de-France, Champagne-Ardenne et Centre.

On retrouve donc ici deux régions (Champagne-Ardenne et Centre), pourtant peu ou pas affectées par la récession, qui enregistrent au cours de la période de remontée du cycle un taux de croissance plus élevé que la moyenne ; cet avantage, nouveau pour la Champagne-Ardenne par rapport aux conclusions de l'étude précédente qui portait sur 1979-1985, traduit sans doute la présence de firmes particulièrement dynamiques entraînant l'économie régionale.

Enfin, la phase de reprise, largement soutenue par la demande étrangère, à laquelle l'Île-de-France apparaît plus sensible que d'autres est sans doute à l'origine des performances de cette région.

– La reprise semble significativement moins forte que la moyenne en Nord-Pas-de-Calais (dans une faible mesure), Bretagne, Poitou-Charentes, Aquitaine, Midi-Pyrénées, Limousin et surtout en Languedoc-Roussillon et Provence-Alpes-Côte d'Azur.

Les cas de la Bretagne et du Poitou-Charentes, qui n'étaient pas ou peu affectés par la crise, n'appellent pas de remarques particulières ; les trois régions pour lesquelles la reprise a été moins sensible — Limousin, Provence-Alpes-Côte d'Azur et Languedoc-Roussillon — sont également peu industrialisées, ce qui les rend sujettes à des variations aléatoires.

Enfin, la reprise a été plus tardive pour la Provence-Alpes-Côte d'Azur et le Languedoc-Roussillon.

De nombreux facteurs extra conjoncturels sont susceptibles d'influer sur l'évolution de l'activité industrielle régionale, telle qu'elle peut être appréhendée à partir de l'Enquête mensuelle de conjoncture. On évoquera notamment les difficultés techniques liées aux enquêtes par sondage (maintien d'un échantillon représentatif, prise en compte imparfaite des mouvements du tissu industriel, erreurs dans les opinions...) d'autant plus délicates à surmonter que le territoire couvert est faiblement industrialisé et se caractérise par une mobilité forte de la population d'entreprises.

Les enseignements qui se dégagent des comparaisons interrégionales et de celles qui rapprochaient chaque région de l'ensemble national sont par conséquent à retenir avec précaution, surtout si les particularités évoquées concernent des régions à la fois peu industrialisées et peu diversifiées.

On rappellera également que l'étude est limitée à l'industrie, seul secteur pour lequel on dispose d'informations régionales fiables. Mais il est clair que dans certaines régions, le tertiaire, voire l'agriculture, exerce une influence tout aussi déterminante que l'industrie sur l'évolution de la conjoncture globale.

Deux conclusions, suffisamment robustes, méritent cependant d'être dégagées :

- la composition du tissu industriel n'explique qu'imparfaitement les divergences de croissance ; en particulier la résistance à la crise, que manifestent quelques régions, provient sans doute de la présence de firmes performantes qui crée une dynamique régionale spécifique ;
- les retournements conjoncturels, quand ils sont suffisamment marqués, interviennent quasiment aux mêmes dates dans la plupart des régions.

Enfin, des travaux ultérieurs permettront d'approfondir l'analyse des causes des divergences relevées, en se référant non plus exclusivement aux données de l'enquête dans l'industrie mais en s'appuyant sur d'autres critères, plus structurels, tels que les créations d'entreprises, l'ancienneté moyenne des firmes, le nombre de brevets déposés, etc.

**ANNEXE 1****RÉSUMÉ DES TRAVAUX ANTÉRIEURS SUR LES DISPARITÉS RÉGIONALES  
DANS L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE  
EFFECTUÉS SUR LA PÉRIODE DE SEPTEMBRE 1979 À FÉVRIER 1986**

Cette étude, menée à partir des résultats de l'Enquête mensuelle de conjoncture, avait fait ressortir les points suivants.

*Des évolutions régionales divergeant en fonction de la dispersion plus ou moins forte de la tendance de la production de chaque région par rapport à la tendance nationale moyenne*

Il en résultait que pour dix régions sur vingt-et-une, l'évolution de l'activité industrielle avait été, en moyenne, peu différente de celle de l'économie nationale dans son ensemble. Elle avait été en revanche moins favorable dans six régions : Lorraine, Picardie, Bourgogne, Champagne-Ardenne, Basse-Normandie et Auvergne, et mieux orientée dans cinq régions : Languedoc-Roussillon, Bretagne, Île-de-France, Centre et Franche-Comté.

*L'influence exercée par les caractéristiques sectorielles propres à chaque région*

On avait rapproché l'évolution de la production globale de chaque région de l'évolution de la production nationale du secteur qui, au niveau de la région, peut être considéré comme dominant (part de la population active employée dans chacun des grands secteurs industriels). Quatre groupes de régions avaient pu être constitués :

– les régions échappant à l'influence d'un secteur dominant : Basse-Normandie, Provence-Alpes-Côte d'Azur, Languedoc-Roussillon et Alsace ;

– les régions influencées soit par l'évolution conjoncturelle d'un secteur non dominant, soit par une branche particulière appartenant à un grand compartiment : Poitou-Charentes, Picardie, Centre, Limousin et Auvergne ;

– les régions modérément influencées par le secteur dominant : Rhône-Alpes, Bourgogne, Île-de-France et Champagne ;

– les régions influencées de manière significative par le secteur dominant : Pays de la Loire, Aquitaine, Midi-Pyrénées, Nord-Pas-de-Calais, Lorraine, Haute-Normandie, Bretagne et Franche-Comté.

## ANNEXE 2

**POIDS DES SECTEURS INDUSTRIELS DANS LES RÉGIONS**  
**(estimation tirée de la répartition de la population active)**  
**période 1979-1985**

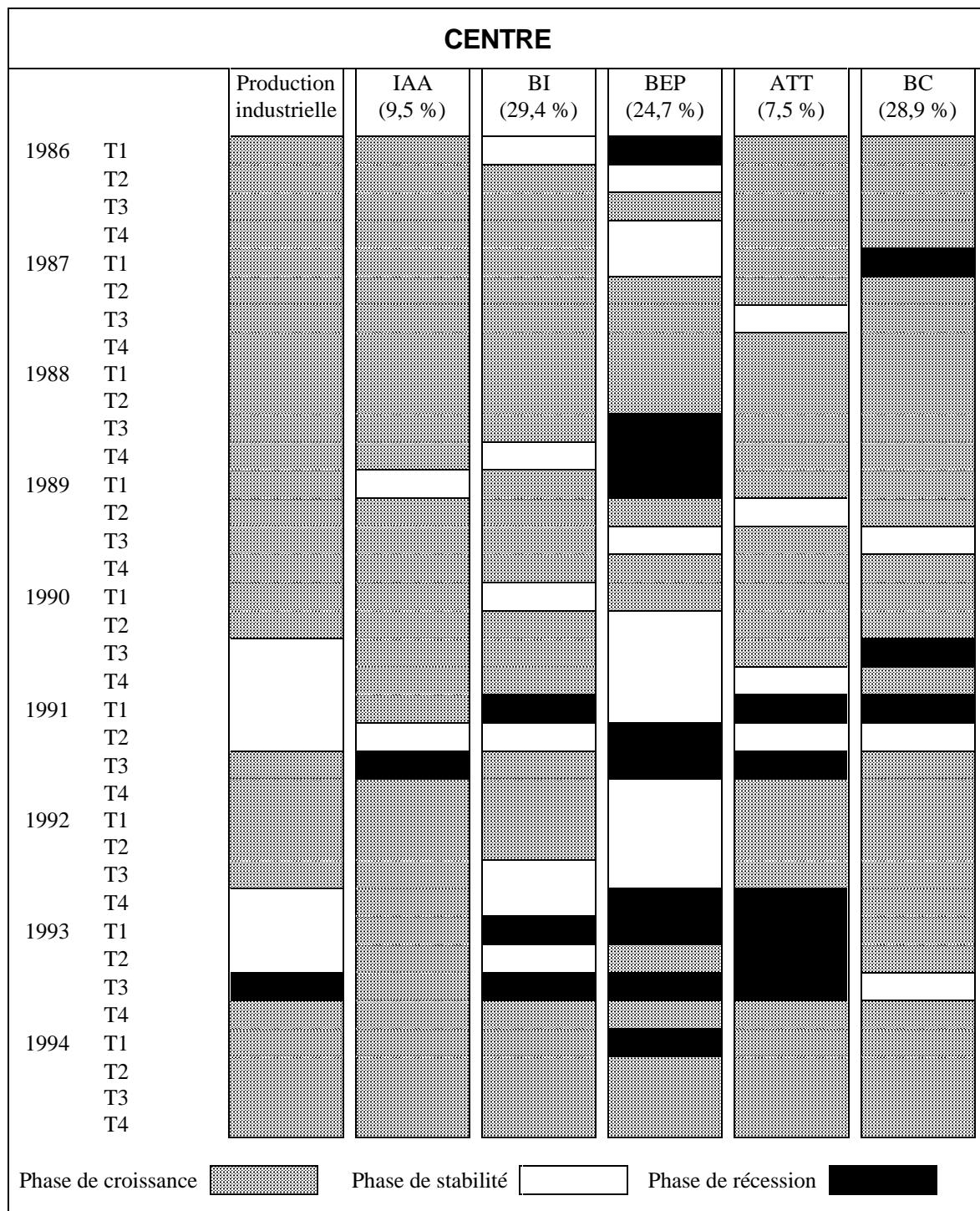
(en pourcentage)

RÉGIONS	SECTEURS INDUSTRIELS					
	IAA	BI	BEP	ATT	BC	Total
FRANCE ENTIÈRE.....	11,1	27,6	24,1	9,3	27,9	100,0
RÉGION 01 ÎLE-DE-FRANCE .....	6,9	18,2	33,5	12,8	28,6	100,0
RÉGION 02 CHAMPAGNE-ARDENNE .....	14,1	35,6	13,3	5,2	31,8	100,0
RÉGION 03 PICARDIE.....	13,7	35,5	16,6	10,3	23,9	100,0
RÉGION 04 HAUTE-NORMANDIE .....	9,1	31,2	26,1	15,4	18,2	100,0
RÉGION 05 CENTRE .....	9,1	28,3	25,9	6,9	29,8	100,0
RÉGION 06 BASSE-NORMANDIE .....	17,7	22,6	19,7	12,4	27,6	100,0
RÉGION 07 BOURGOGNE.....	10,6	33,1	23,8	6,7	25,8	100,0
RÉGION 08 NORD-PAS-DE-CALAIS .....	10,8	32,9	14,8	9,6	31,9	100,0
RÉGION 09 LORRAINE.....	9,6	46,8	10,5	7,0	26,1	100,0
RÉGION 10 ALSACE.....	11,4	26,4	22,2	12,2	27,8	100,0
RÉGION 11 FRANCHE-COMTÉ.....	6,8	20,8	23,4	30,7	18,3	100,0
RÉGION 12 PAYS DE LA LOIRE.....	14,3	20,9	22,3	7,0	35,5	100,0
RÉGION 13 BRETAGNE .....	29,0	17,0	24,4	8,4	21,2	100,0
RÉGION 14 POITOU-CHARENTES .....	17,2	21,0	24,6	7,7	29,5	100,0
RÉGION 15 AQUITAINE.....	15,2	23,9	23,2	2,7	35,0	100,0
RÉGION 16 MIDI-PYRÉNÉES .....	12,5	22,1	27,3	2,6	35,5	100,0
RÉGION 17 LIMOUSIN .....	10,8	30,5	20,2	6,4	32,1	100,0
RÉGION 18 RHÔNE-ALPES .....	7,3	32,0	25,7	7,7	27,3	100,0
RÉGION 19 AUVERGNE.....	10,2	48,8	13,6	6,3	21,1	100,0
RÉGION 20 LANGUEDOC-ROUSSILLON .....	17,2	33,3	16,9	0,9	31,7	100,0
RÉGION 21 PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR	14,6	31,0	32,7	1,1	20,6	100,0

Les zones ombrées représentent le poids du secteur dominant dans la région considérée.

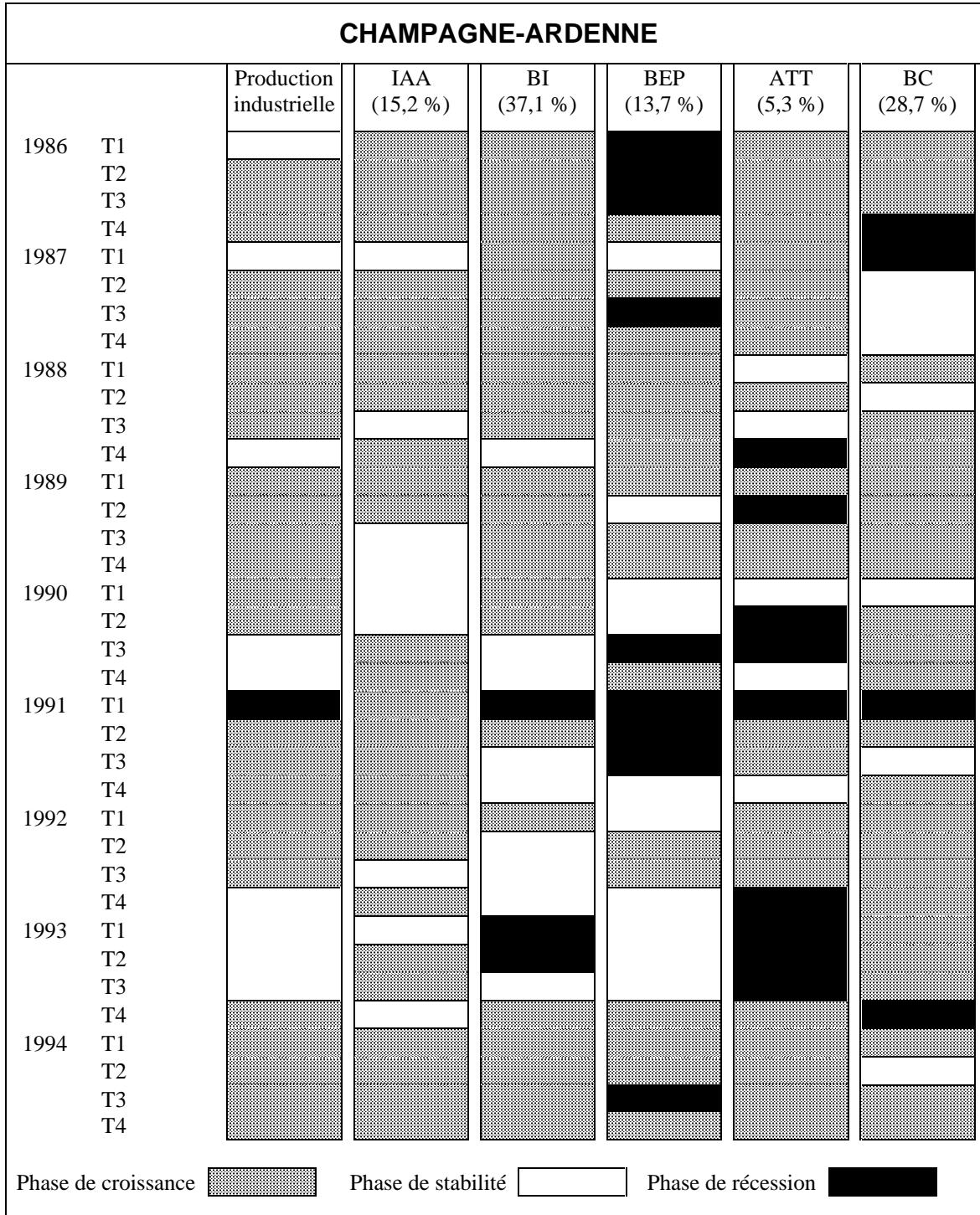
Source : L'emploi régional et sectoriel (Magda Tomasini), INSEE Résultats

## ANNEXE 3



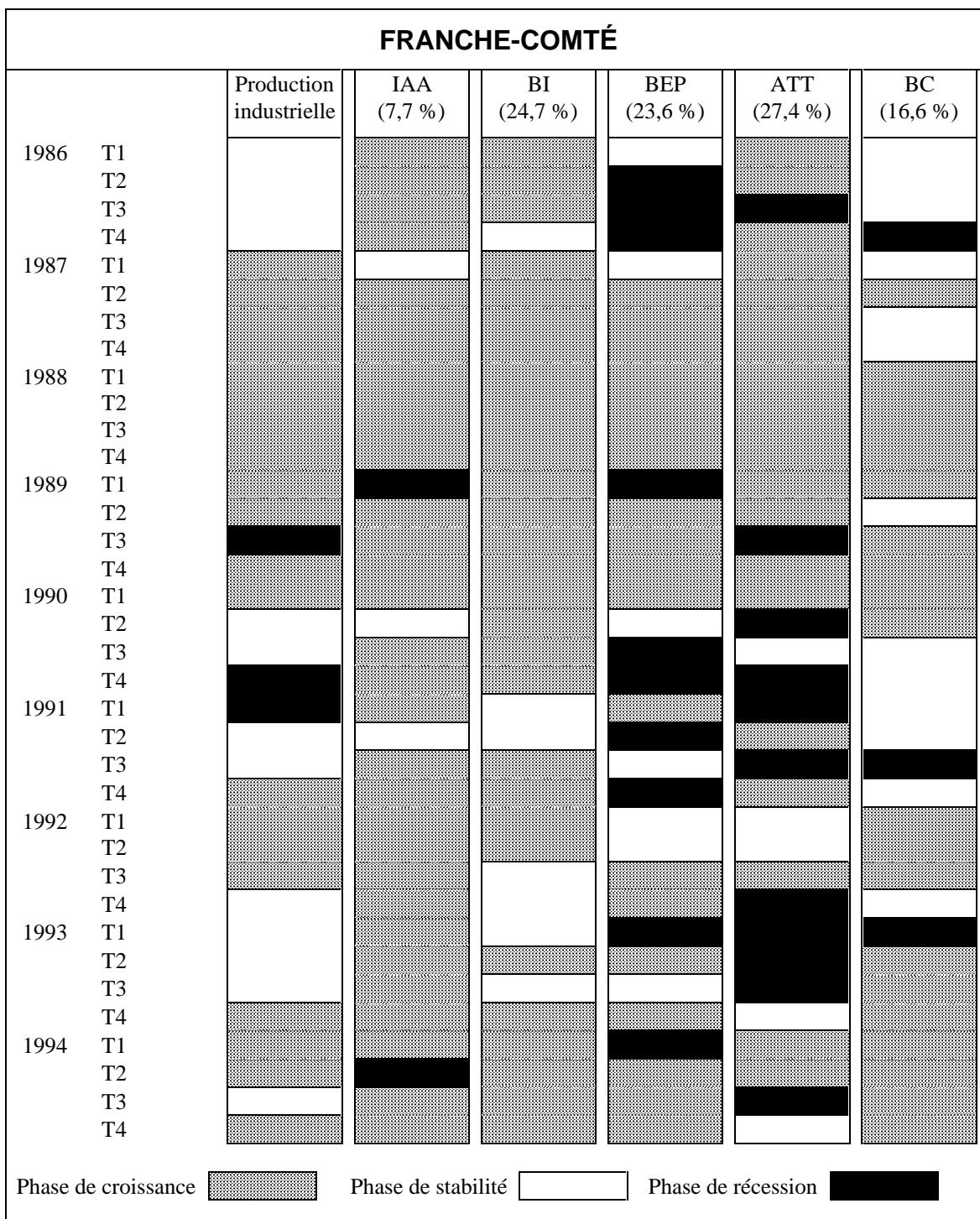
La récession de 1993 affecte les biens intermédiaires, les biens d'équipement professionnels, l'automobile et les transports terrestres mais son impact est trop faible pour s'opposer au dynamisme des biens de consommation et de l'industrie agro-alimentaire.

Au total, la région Centre n'enregistre une baisse de la production qu'au troisième trimestre 1993.

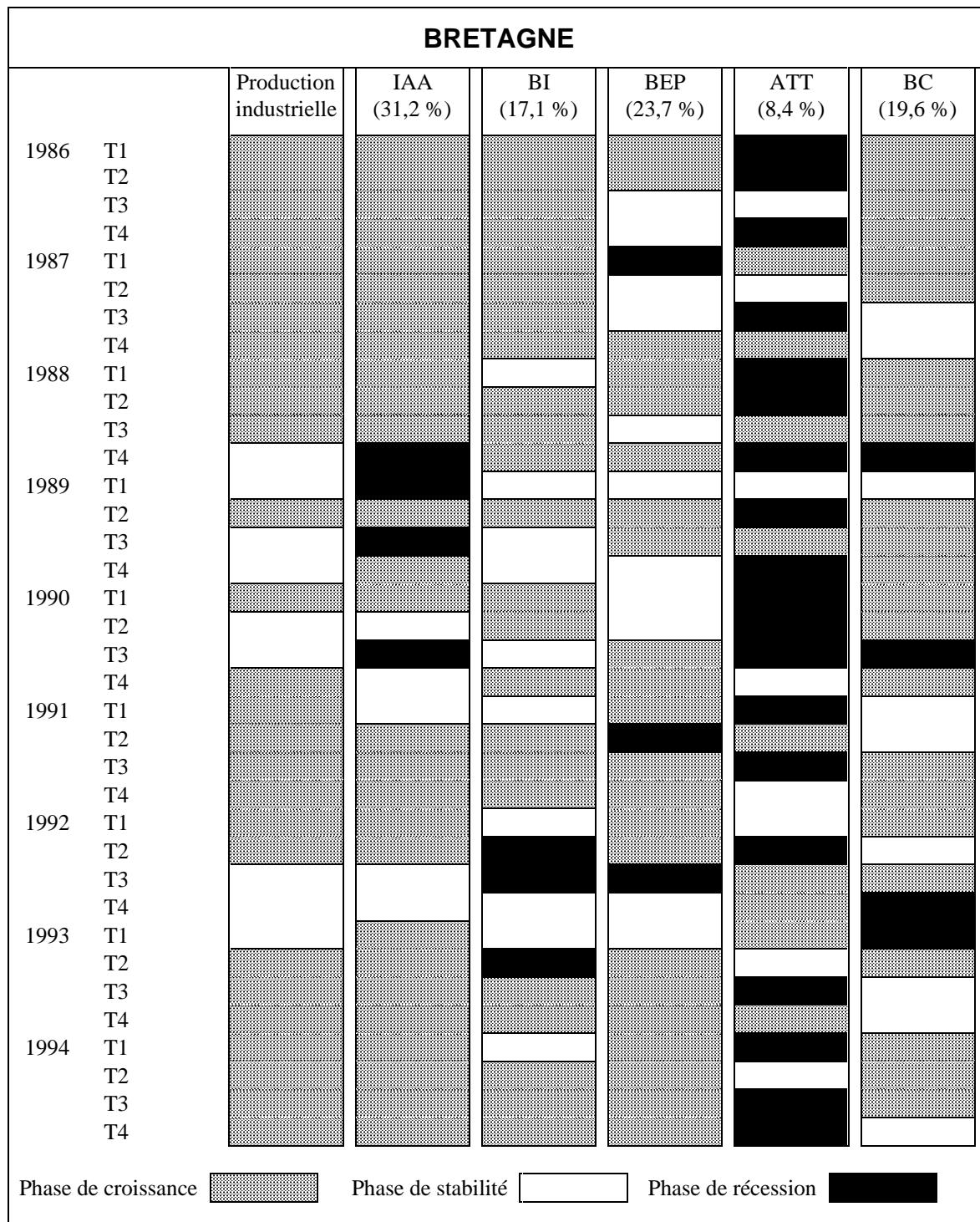


Durant la dernière phase de récession de la conjoncture nationale (du quatrième trimestre de 1992 au quatrième trimestre de 1993), la Champagne-Ardenne n'enregistre pas de solde d'opinion moyen trimestriel inférieur à -5 durant un trimestre. Le dynamisme persistant des biens de consommation et la relative bonne conjoncture des biens d'équipement professionnels compensent la crise qui affecte les

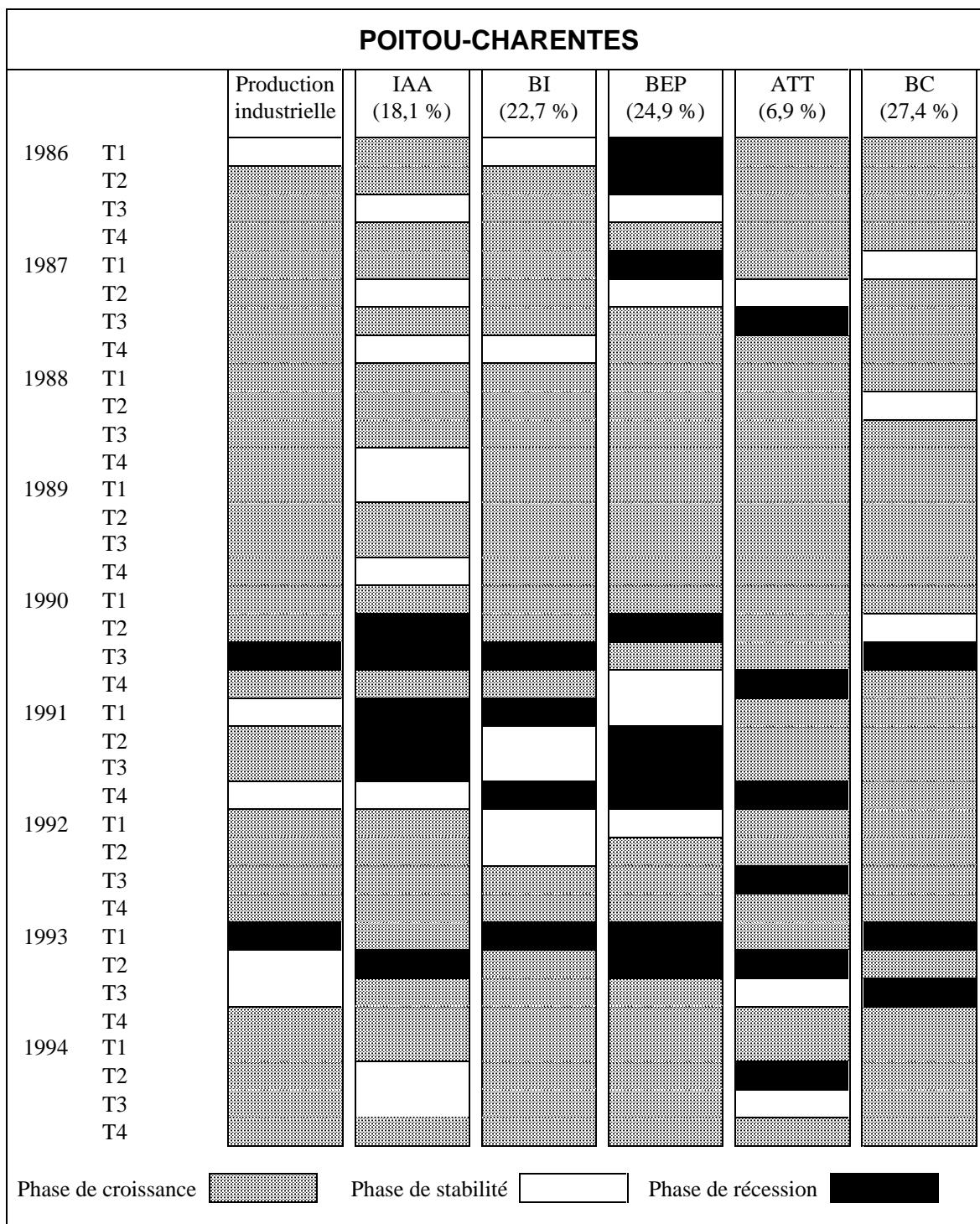
biens intermédiaires (deux trimestres, contre trois pour la France) et l'automobile et les transports terrestres.



Durant la phase de récession nationale (du quatrième trimestre de 1992 au quatrième trimestre de 1993), les biens intermédiaires de la région Franche-Comté résistent bien, tout comme, mais dans une moindre mesure, les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation. Ceci permet de compenser le fort recul de l'automobile enregistré durant la même période.



Cette région est caractérisée par la croissance de l'industrie agro-alimentaire (secteur influent), qui ne connaît pas de récession en 1993. En outre, les biens d'équipement professionnels et l'automobile résistent assez bien à la récession.



Dans cette région, durant la phase de récession nationale, les biens intermédiaires et les industries agro-alimentaires n'enregistrent qu'une crise passagère.

Les autres branches industrielles importantes — biens de consommation et biens d'équipement professionnels — résistent bien.

# L'ÉVOLUTION DE L'INTERMÉDIATION BANCAIRE (1950-1993)

Une analyse à partir des comptes de bilan et de résultats des banques AFB<sup>1</sup>

Le système bancaire français s'est profondément modifié au cours des dernières décennies. Les banques AFB, qui en constituent la principale composante, n'ont pas échappé à ces mutations.

Cette étude propose une analyse en longue période, de 1950 à 1993, des banques AFB. Elle s'appuie très largement sur une base de données historiques, concernant l'activité métropolitaine des banques, constituée par les services de la Commission bancaire. Les comptes ont été retraités de manière à faire ressortir leur contenu économique<sup>2</sup>.

Après avoir situé les banques AFB dans le système bancaire (1), cette étude s'attache à analyser les déterminants de la production (2) et des coûts bancaires (3), les banques étant considérées comme des entreprises industrielles. L'une des spécificités des banques est d'être soumises à une tutelle publique forte, prenant notamment la forme d'une réglementation qui joue un rôle déterminant dans l'évolution de leur activité (4). Une dernière partie (5) analyse l'évolution contrastée de la rentabilité des banques AFB, marquée par une importante rupture au milieu des années quatre-vingt.

---

DOMINIQUE PLIHON<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Banques adhérent à l'Association française des banques (AFB) ; elles ont également été qualifiées de banques inscrites.

<sup>2</sup> Les données utilisées sont issues, pour l'essentiel, des rapports annuels de la Commission bancaire. Elles ont été retraitées par les services de la Commission bancaire et par l'auteur pour être rendues homogènes pendant l'ensemble de la période de l'étude. Ainsi, les situations sont calculées en moyenne lorsqu'elles sont rapprochées des comptes de résultat. Les opérations interbancaires sont généralement soldées et l'effet de l'inflation est pris en compte.

<sup>3</sup> D. Plihon est professeur à l'Université Paris-Nord. Il était consultant à la Direction générale des Études de la Banque de France pendant la rédaction de cette étude. Les analyses présentées ici sont de la seule responsabilité de l'auteur. Celui-ci remercie J. Bozzi, M. Castel, C. Cordier, C. Cortet, O. Jaudoin et P.-Y. Thoraval ainsi que C. Consol, D. Perrut et D. Ploux pour leurs remarques et leur aide pour le traitement des données.

## 1. Les banques AFB dans le système bancaire

Le système bancaire français s'est articulé dans le passé autour de trois réseaux ou circuits principaux : les réseaux des banques AFB et des banques mutualistes ou coopératives et le circuit du Trésor avec le système des chèques postaux et la Caisse des dépôts et consignations (CDC).

Tableau 1

	ÉVOLUTION DE LA PART DE MARCHÉ DES GRANDS RÉSEAUX					
	(en pourcentage)					
	1950	1960	1970	1980	1985	1993
Collecte des liquidités						
– Banques AFB .....	43,4	36,0	36,5	36,9	24,7	26,5
– Banques mutualistes ou coopératives.....	7,0	9,8	18,7	24,2	20,8	17,6
– OPCVM monétaires.....					7,6	24,6
– Circuit du Trésor.....	47,2	53,2	43,6	38,0	39,2	27,5
. Groupe CDC et caisses d'épargne.....	23,5	26,5	27,0	29,6	30,0	20,7
. La Poste.....	8,5	9,2	7,6		4,3	3,5
. Trésor public (a).....	15,2	17,5	9,0	8,4	4,9	3,3
– Divers .....	2,4	1,0	1,2	0,9	7,7	3,8
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Distribution des crédits à l'économie (b)						
– Banques AFB .....	57,0	44,8	45,0	32,8	29,9	34,5
– Banques mutualistes ou coopératives.....	4,2	6,1	7,7	20,4	19,5	21,5
– Sociétés financières.....	0,0	0,4	1,1	8,6	11,6	12,8
– Institutions financières spécialisées (c).....	38,8	48,7	45,6	38,3	39,0	31,2
dans : Groupe CDC et caisses d'épargne.....				22,5	19,9	16,9
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Dont comptes de particuliers auprès du Trésor et monnaies divisionnaires et liquidités du Crédit agricole mutuel centralisées au Trésor jusqu'en 1965						
(b) Données en termes de crédits financés, et non distribués, en 1950 et 1960						
(c) Dont CDC et Trésor.						
Sources : De 1950 à 1980 : d'après Burgard, « La banque en France » (1989), p. 53 De 1985 à 1993 : calculs effectués d'après les « Statistiques monétaires et financières annuelles » de la Banque de France						

Au lendemain de la guerre, le système financier français est largement dominé par le réseau des banques AFB (ou inscrites) et par le circuit du Trésor public, comme le montre le tableau 1<sup>1</sup>. Ces deux réseaux contrôlent alors, à parts pratiquement égales, 90 % de la collecte des liquidités et de la distribution des crédits dans l'économie française. Par la suite, le poids des banques AFB et du circuit du Trésor, mesuré par leurs parts de marché respectives, s'est progressivement érodé, avec la montée en puissance du réseau des banques mutualistes ou coopératives. Par ailleurs, à partir du milieu des années quatre-vingt, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) se sont développés rapidement, constituant un nouveau circuit de collecte des liquidités. Toutefois, les OPCVM étant largement contrôlés par les banques, ces dernières ont préservé *de facto* une relative stabilité de leurs parts de marché dans la collecte des liquidités au cours de la période récente.

Le nombre de banques AFB est demeuré relativement important, passant de 442 en 1946 à 425 en 1993, après être tombé — il est vrai — à 298 en 1968<sup>2</sup>. La population des banques AFB est souvent répartie en trois groupes très différents :

<sup>1</sup> La répartition par réseaux proposée dans le tableau 1 doit être interprétée avec prudence, étant donné les ruptures de séries inévitables en longue période.

<sup>2</sup> Ces données sur l'évolution de l'effectif des banques AFB doivent être interprétées en prenant en compte le fort développement des sociétés financières, dont le nombre s'élevait à 1 007 en 1993. Les banques ont largement contribué au mouvement de création des sociétés financières (notamment dans les secteurs du crédit-bail et du crédit à la consommation) qu'elles contrôlent dans une large proportion.

- les « huit grandes » : la BNP, le Crédit lyonnais et la Société générale qui sont les « trois vieilles », le Crédit commercial de France, le Crédit du Nord et le Crédit industriel et commercial ; enfin les deux grandes banques d'affaires : Indosuez et Paribas ;
- les banques régionales et locales, dont le nombre a fortement diminué, allant de 236 en 1946 à 54 en 1993 ;
- en revanche, l'effectif des banques étrangères s'est très sensiblement accru, de 28 en 1946 à 120 en 1980, puis à 173 en 1993, ce qui illustre l'internationalisation de la place financière de Paris.

Même s'il est resté nombreux, le groupe des banques AFB a connu un processus continual de concentration duquel sont nées en particulier la BNP, Indosuez et Paribas. Les « huit grandes » contrôlent aujourd'hui directement ou indirectement les deux tiers de l'activité des banques AFB. Le mouvement de concentration de ces dernières a été amplifié par les deux vagues de nationalisations de 1945 et de 1983. En 1985, les banques nationalisées distribuaient 79 % des crédits clientèle et collectaient 86 % des dépôts bancaires des réseaux AFB.

## 2. Évolution de l'activité des banques AFB

La théorie économique contemporaine propose deux approches complémentaires du fonctionnement des banques.

*L'approche par la production* considère la banque comme une entreprise ordinaire et applique les concepts d'analyse utilisés pour le secteur industriel. Elle propose une analyse de l'activité bancaire en termes de fonctions de production et de fonction de coûts. L'accent est mis sur la logique « industrielle » des banques.

*L'approche par l'intermédiation* cherche d'avantage à faire ressortir la spécificité des banques par rapport aux institutions financières non bancaires et aux entreprises non financières. Cette analyse met l'accent sur la dimension financière de l'activité bancaire et puise ses instruments d'analyse dans la théorie monétaire et financière.

### 2.1. Mesures de la « production bancaire »

Le concept de production est difficile à cerner dans le cas des banques, comme l'a montré un groupe de travail du Conseil national du crédit (CNC, 1990). En effet, la production bancaire recouvre une gamme étendue de « produits » et de services dont certains sont liés et peu quantifiables. Il en est ainsi de la transformation des risques qui est une fonction centrale des banques.

La production peut être mesurée, en premier lieu, à partir de données physiques telles que le nombre de comptes gérés par les banques ; cette solution a le mérite de la simplicité, mais elle occulte certains aspects essentiels de l'activité des banques. Certaines études préfèrent retenir des indicateurs synthétiques intégrant mieux la dimension financière des banques. C'est alors la taille du bilan<sup>1</sup> ou de ses principaux éléments (crédits et dépôts) qui est retenue.

Deux autres évaluations de la production bancaire sont également utilisées. La première s'appuie sur la *comptabilité nationale* et calcule la production bancaire à partir du concept de « production imputée de services bancaires » (PISB)<sup>2</sup>. La PISB donne une évaluation de la valeur ajoutée des institutions de crédit ; elle est mesurée par l'excédent des intérêts perçus sur les intérêts versés ; en fait, la PISB est une

<sup>1</sup> Un retraitement du bilan est nécessaire pour obtenir un indicateur pertinent de la production bancaire. Il convient, en particulier, de solder les opérations interbancaires.

<sup>2</sup> La comptabilité nationale propose une autre mesure de la production bancaire. Il s'agit de la « production de services divers » qui comptabilise l'ensemble des prestations facturées par les banques. Avec le développement des commissions et des revenus qui ne sont pas directement liés à l'intermédiation bancaire, cet indicateur est appelé à prendre de l'importance.

mesure restrictive de la production bancaire car elle se limite à une notion trop étroite de marge d'intermédiation. La *comptabilité bancaire* propose une évaluation plus pertinente de la production bancaire avec le concept de produit net bancaire (PNB) qui est une marge globale sur capitaux engagés.

Au total, il nous semble que, pour une analyse des banques en longue période, le meilleur indicateur de la production est constitué par le PNB. C'est un concept voisin de la notion de marge globale généralement retenue pour calculer la production dans le secteur tertiaire. De plus, le PNB donne une évaluation proche de la valeur ajoutée, telle qu'elle est définie par les comptables nationaux.

Le tableau 2 présente une estimation de la croissance de la production bancaire de 1953 à 1993 d'après les quatre mesures de la production bancaire qui viennent d'être évoquées.

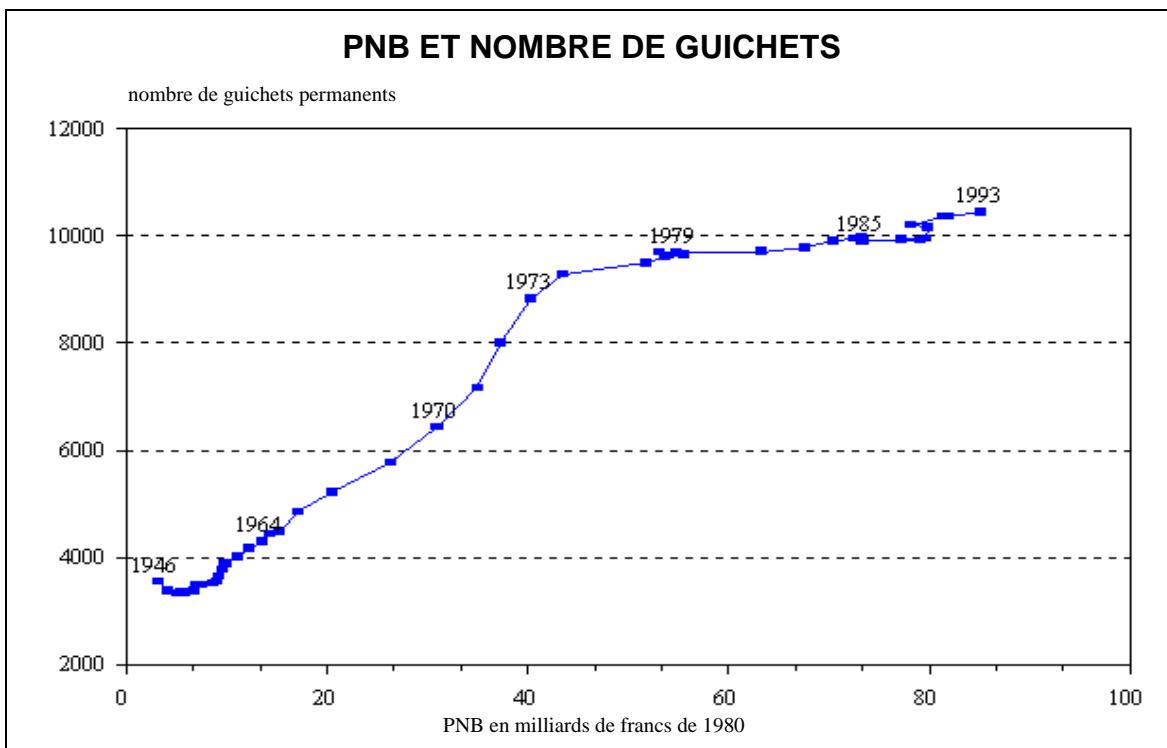
Tableau 2

	Niveau	Taux de croissance moyens annuels					(en pourcentage)
		1954 à 1966	1967 à 1975	1976 à 1986	1987 à 1993	1954 à 1993	
		1993					
1. Nombre de comptes des particuliers.....	4 360,0 (a)	5,5	10,1	4,0	1,6	5,5	36 634,0 (a)
2. Taille du bilan retraité en francs 1980.....	107,3 (b)	9,2	9,9	3,3	9,0	7,5	1 934,0 (b)
3. PISB (c) en francs 1980 .....	11,9 (b)	6,7	11,7	5,6	-0,3	6,4	143,9 (b)
4. Produit net bancaire en francs 1980.....	6,3 (b)	7,1	14,1	4,2	1,7	6,7	85,2 (b)
PIB marchand en francs 1980.....	631,3 (b)	5,9	4,8	2,3	2,1	4,0	3 009,0 (b)
Taille du bilan moyen retraité (d)/PIB.....	17,0	3,1	4,9	0,1	6,8	3,4	64,3
(a) En milliers d'unités							
(b) En milliards de francs							
(c) PISB globale de l'ensemble des banques. Cela explique pourquoi, dans ce tableau, la PISB globale est supérieure au PNB qui ne concerne que les banques AFB.							
(d) Bilan corrigé des opérations interbancaires qui sont soldées et inscrites au passif comme ressource nette des banques. Le bilan moyen est calculé en prenant la valeur moyenne des encours pour les années (t - 1) et t.							
Source : Commission bancaire							

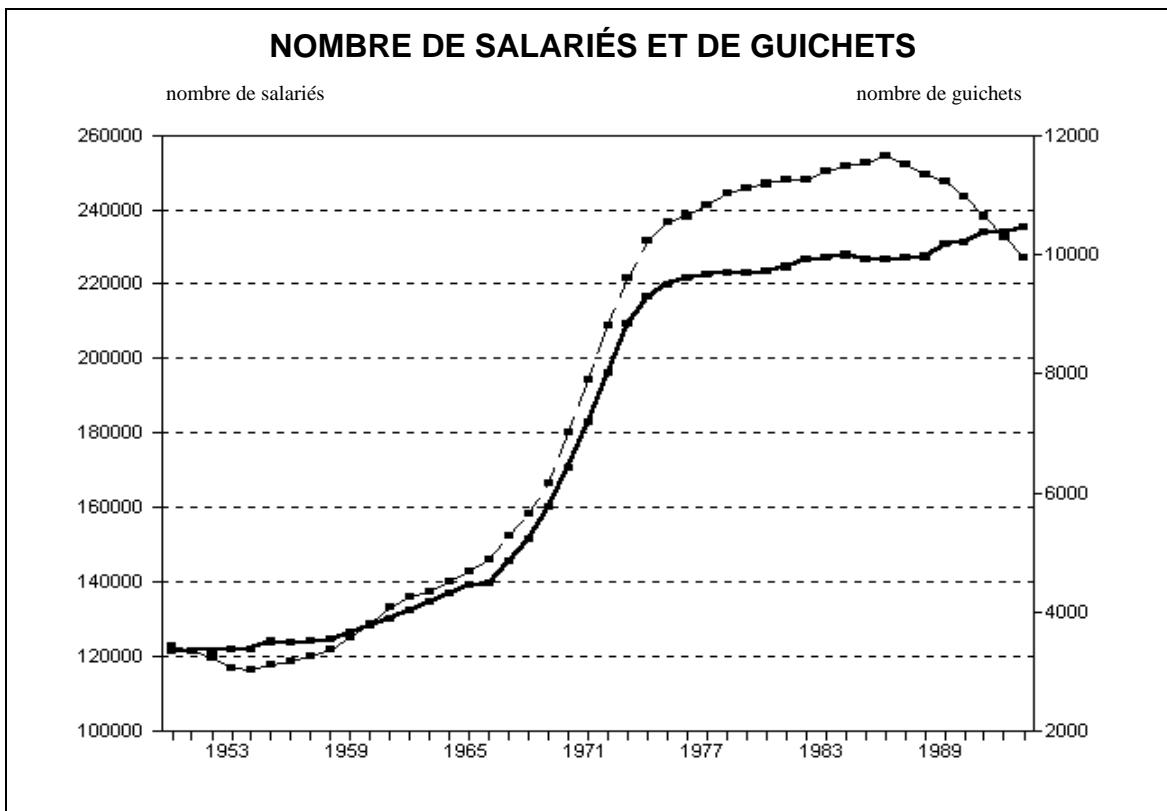
D'après les évaluations du tableau 2, l'accroissement de la production bancaire a été en permanence, de 1950 à 1993, beaucoup plus rapide que la croissance globale de l'économie à en juger par les rythmes respectifs de progression du produit intérieur brut (PIB) marchand (4 % par an), d'une part, et des différents indicateurs de la production bancaire (+ 6,4 % à + 7,5 %), d'autre part. C'est en particulier le cas de la PISB et du PNB qui sont, comme le PIB, des mesures de la valeur ajoutée. On constate également que la taille du bilan des banques AFB a progressé à un rythme beaucoup plus rapide que le PIB, de telle sorte que le ratio « bilan des banques AFB/PIB » — parfois utilisé pour mesurer l'intensité du processus de bancarisation — a continuellement augmenté au cours des décennies passées.

Il apparaît enfin que le rythme de progression de l'activité bancaire a été irrégulier, la croissance étant très rapide de 1967 à 1975 et s'essoufflant de 1987 à 1993. Ces inflexions ont été largement dictées par les transformations qui ont affecté l'environnement économique et réglementaire des banques AFB, comme on le verra par la suite.

Graphique 1



Graphique 2



## 2.2. La « fonction de production » des banques AFB

On s'attache maintenant à expliquer l'évolution de l'activité des banques AFB selon une optique de fonction de production, c'est-à-dire à partir des facteurs de production en capital et en main-d'œuvre. Il apparaît que la dynamique de la production bancaire a connu deux grandes phases distinctes, la rupture se situant au milieu des années soixante-dix.

Au cours de la première phase, de 1950 à 1975, la croissance a été beaucoup plus rapide qu'au cours des deux décennies récentes, comme le montre le tableau 3. C'est la période de bancarisation intense de l'économie française ; les banques se développent selon un *modèle de croissance « extensif »*, grâce à un effort soutenu d'investissement sous forme de création de guichets. Le graphique 1 illustre cette relation stable et quasiment linéaire, observée jusqu'en 1974, entre l'augmentation du nombre de guichets et la progression du PNB en francs constants. Pendant la même période, les effectifs salariés ont également rapidement augmenté dans les banques AFB. À ce sujet, le graphique 2 montre l'existence d'un lien très étroit entre la création de guichets et la progression des effectifs salariés. Ainsi, jusqu'en 1974, les banques AFB ont-elles fortement accru leur production, grâce à la mobilisation conjointe d'importantes ressources en capital fixe et en main-d'œuvre.

Tableau 3

Taux de croissance moyens annuels	LA CROISSANCE EXPLIQUÉE PAR LES FACTEURS DE PRODUCTION <i>(en pourcentage)</i>		
	Croissance extensive 1954 à 1975	Croissance intensive 1976 à 1993	1954 à 1993
Nombre de guichets permanents.....	4,5	0,5	2,9
Effectifs salariés.....	3,8	-0,2	1,7
PNB en francs 1980.....	9,6	3,2	6,7
Taille du bilan retraité en francs 1980.....	9,5	5,5	3,4
PIB marchand en francs 1980.....	5,4	2,2	4,0

Sources : AFB – Commission bancaire

À partir du milieu des années soixante-dix, la croissance de l'activité des banques AFB change de régime : celles-ci optent alors pour un *modèle de croissance « intensif »*, fondé essentiellement sur la recherche de gains de productivité par la mise à profit des progrès de l'informatique. Le développement de l'activité bancaire est fortement ralenti : entre les années 1953 et 1975 et les années 1976 et 1993, le taux annuel moyen de croissance de la production bancaire, mesuré par la progression du PNB en francs constants, est divisé par trois ; le taux d'accroissement de la taille du bilan en francs constants est pratiquement deux fois plus faible, comme l'illustre le tableau 3.

Pendant cette deuxième phase (de 1976 à 1993), l'augmentation annuelle du nombre de guichets n'est plus que de +0,5 %, tandis que les effectifs salariés diminuent en moyenne de 0,2 % par an. En revanche, les dépenses d'investissement informatique génératrices de gains de productivité se développent rapidement.

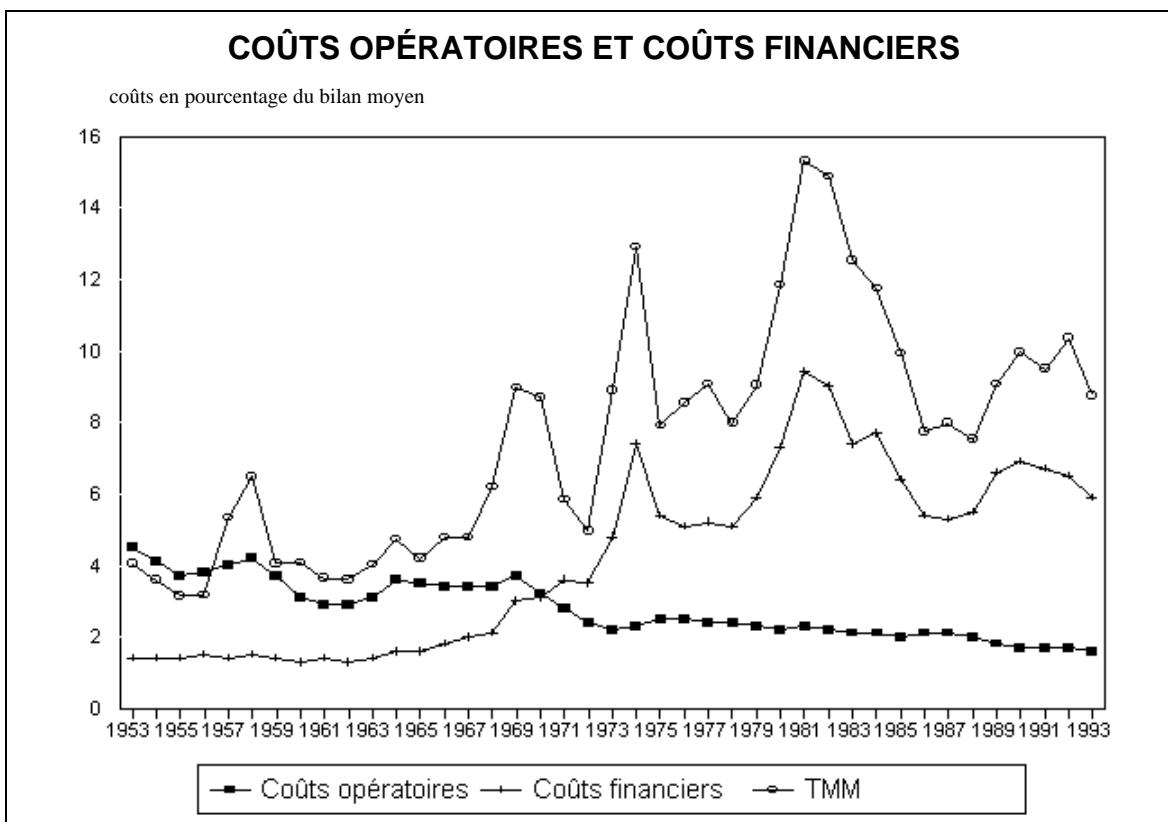
Ce changement de régime de l'activité bancaire a deux séries de causes. Tout d'abord, il est vraisemblable que cette étape correspond à un phénomène de maturité du système bancaire français, l'économie française ayant atteint un niveau de bancarisation cohérent avec le stade de son développement économique. Il y a, en second lieu, la chute brutale de la croissance de l'économie française enregistrée au milieu des années soixante-dix (Dubois, 1980). Comme l'indique le tableau 3, le taux de croissance du PIB a fortement baissé à partir de 1975, à la suite de l'ajustement consécutif au choc pétrolier.

### 3. Évolution des coûts opératoires des banques AFB

Les banques doivent faire face à deux catégories de coûts, opératoires et financiers. Les coûts opératoires, ou frais généraux, comprennent les frais de personnel, les charges d'exploitation, les amortissements et les impôts d'exploitation. Les coûts financiers correspondent à la rémunération du passif bancaire, y compris les fonds propres.

L'évolution de ces deux catégories de coûts a été très différenciée depuis le début des années cinquante. Exprimés en pourcentage du bilan moyen, les coûts opératoires ont eu tendance à décroître, comme l'illustre le graphique 3. À l'inverse les coûts financiers, qui étaient inférieurs aux coûts opératoires jusqu'en 1963, ont ensuite fortement progressé, passant de 1,7 % à 5,9 % du bilan de 1953 à 1993. Cette hausse du poids des coûts financiers s'explique en partie par la montée des taux directeurs (ce que suggère l'évolution du taux du marché monétaire sur le graphique 3), ainsi que par l'augmentation de la part des ressources aux conditions du marché ; ce dernier phénomène sera analysé plus loin.

Graphique 3



L'évolution des coûts opératoires donne des renseignements précieux sur le fonctionnement et la gestion des banques AFB. On constate ainsi que la structure de ces coûts a subi une profonde transformation qui reflète largement l'évolution de leur activité.

Tableau 4

	<b>STRUCTURE DES COÛTS ET DES SOLDES DE GESTION</b>					
	(en pourcentage du produit net bancaire)					
	1946	1955	1965	1975	1985	1993
A. Marge d'intermédiation.....	70,8	71,5	79,2	81,0	85,0	51,9
B. Produits divers (a).....	29,2	28,5	20,8	19,0	15,0	48,1
<b>C. Produit net bancaire (PNB) : A + B .....</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>
D. Charges de personnel.....	73,8	65,2	59,5	47,7	46,5	44,3
E. Charges générales d'exploitation.....	13,9	14,2	20,5	16,2	18,2	21,8
<b>F. Charges d'exploitation : D + E .....</b>	<b>87,6</b>	<b>79,4</b>	<b>80,0</b>	<b>63,9</b>	<b>64,7</b>	<b>66,1</b>
G. Impôts et taxes.....	6,4	6,4	11,6	6,9	3,3	3,0
<b>H. Revenu brut d'exploitation : C - (D + E + G).....</b>	<b>5,9</b>	<b>12,9</b>	<b>8,3</b>	<b>29,2</b>	<b>32,0</b>	<b>30,9</b>
I. Amortissements.....	2,0	4,0	4,1	3,2	3,2	4,3
<b>J. Coûts opératoires totaux : D + E + G + I .....</b>	<b>96,9</b>	<b>92,0</b>	<b>95,7</b>	<b>75,9</b>	<b>70,6</b>	<b>73,4</b>
K. Provisions nettes.....	3,5	7,8	6,5	11,0	19,3	40,1
L. Produits exceptionnels.....	2,5	10,7	9,7	1,9	1,2	5,0
M. Impôts sur les sociétés.....	3,0	4,3	3,2	5,9	4,3	1,1
<b>N. Résultat net : H + L - (I + K) .....</b>	<b>0,0</b>	<b>8,7</b>	<b>4,2</b>	<b>11,1</b>	<b>6,4</b>	<b>-9,6</b>

(a) Le poids important des produits divers en 1946 et en 1953 correspond aux revenus des bons du Trésor, ces titres constituant alors des emplois obligés pour les banques (planchers d'effets publics). Le poids très élevé des produits divers en 1993 s'explique par le caractère exceptionnellement favorable de cette année, en ce qui concerne les produits de marché.

Source : Commission bancaire

Plusieurs tendances lourdes se dégagent de l'évolution des coûts opératoires en longue période. En premier lieu, leur poids global dans le PNB a fortement baissé, passant de 96,9 % à 73,4 % de 1946 à 1993. En second lieu, il apparaît que cette décrue est due pour l'essentiel aux charges de personnel dont le poids est passé de 73,8 % à 44,3 % du PNB pendant cette période. On note également une tendance à la diminution du poids des impôts d'exploitation. En revanche, la part relative des charges générales d'exploitation est orientée à la hausse, ce qui correspond à la hausse des frais supportés par les banques pour leur modernisation (dépenses informatiques notamment<sup>1</sup>). La montée des charges d'exploitation doit être reliée à la baisse des charges de personnel : ce sont, en effet, les dépenses de modernisation et d'informatisation qui ont permis les gains de productivité à l'origine des économies de main-d'œuvre.

Les charges d'exploitation semblent avoir connu des évolutions voisines dans le système bancaire français, dans son ensemble, ainsi que dans les systèmes bancaires étrangers, si l'on en croit les statistiques collectées par l'OCDE depuis 1980 et présentées dans le tableau 5 ci-après.

<sup>1</sup> À titre d'illustration, d'après les estimations de la Commission bancaire, portant sur le budget informatique des banques AFB, 12 % du PNB était consacré au budget informatique en 1988, ce budget comprenant des frais de personnel, d'équipement et de logiciel.

Tableau 5

<b>STRUCTURE DES CHARGES D'EXPLOITATION BANCAIRE</b> <b>Comparaison internationale (a)</b>				
	(en pourcentage du PNB)			
	1980	1985	1990	1993
<b>États-Unis</b>				
Charges d'exploitation.....	66,5	66,3	67,3	63,6
– dont charges de personnel.....	35,2	32,3	30,1	26,5
– autres charges.....	31,3	34,0	37,2	37,1
<b>Japon</b>				
Charges d'exploitation.....	76,8	69,0	67,5	74,8
– dont charges de personnel.....	46,8	39,4	35,9	39,4
– autres charges.....	30,0	29,6	31,6	35,4
<b>Allemagne</b>				
Charges d'exploitation .....	74,8	62,9	63,7	61,1
– dont charges de personnel .....	52,2	41,6	40,6	37,9
– autres charges .....	22,6	21,3	23,1	23,2
<b>Royaume-Uni</b>				
Charges d'exploitation .....	nd	65,4	65,9	62,7
– dont charges de personnel .....		39,1	37,5	34,6
– autres charges .....		26,3	28,4	28,1
<b>France</b>				
Charges d'exploitation .....	67,4	70,0	68,3	69,3
– dont charges de personnel .....	45,9	45,2	41,2	39,3
– autres charges .....	21,5	24,8	27,1	30,0

(a) Ensemble des banques commerciales (banques AFB + réseau mutualiste pour la France)  
nd : non disponible  
Source : OCDE

En effet, il apparaît que le poids des charges de personnel diminue partout depuis 1980, mais que la part des autres charges d'exploitation est également orientée à la hausse pour les mêmes raisons que chez les banques AFB. Une comparaison des tableaux 5 et 6 suggère, enfin, que le poids des charges de personnel semble être sensiblement plus élevé pour les banques AFB que dans le reste du système bancaire français<sup>1</sup> et que chez nos principaux concurrents étrangers. Toutefois, en fin de période, les écarts entre systèmes bancaires tendent à se resserrer.

### 3.1. La productivité du travail s'est fortement améliorée

Les charges de personnel constituent le principal coût opératoire des banques. Leur évolution est donc déterminante. Celle-ci dépend, en première analyse, du coût unitaire (par salarié) du travail, mesuré par le ratio « charges de personnel/effectifs », d'une part, et des effectifs salariés, d'autre part. Il apparaît sur le tableau 6 que, de 1953 à 1993, la croissance annuelle moyenne des charges salariales s'est élevée à 5,7 %, se décomposant en + 4,0 % de progression des coûts salariaux unitaires (en francs constants) et + 1,7 % d'augmentation des effectifs.

<sup>1</sup> Les données de l'OCDE portent sur les banques commerciales et donnent donc, pour la France, une image de l'ensemble du système bancaire.

Tableau 6

<b>DÉTERMINANTS DES CHARGES DE PERSONNEL</b>							
	1953	1953 à 1966 (a)	1967 à 1975 (a)	1976 à 1986 (a)	1987 à 1993 (a)	1953 à 1993 (a)	1993
A. Effectifs salariés.....	117 000	1,7	5,5	0,7	-1,8	1,7	226 847
B. Coût moyen du travail par salarié en francs 1980 (b).....	34 804	4,7	5,4	2,6	3,3	4,0	166 424
C. Charges de personnel en francs 1980 : A x B.....	4,1 (c)	6,5	11,3	3,3	1,5	5,7	36,7 (c)
(a) Taux de croissance moyens annuels en pourcentage							
(b) Charges de personnel en francs 1980/effectifs salariés – Unité : francs de 1980 par salarié							
(c) En milliards de francs de 1980.							

Comme on l'a vu (tableau 3), l'emploi salarié dans les banques AFB a progressé à un rythme beaucoup moins rapide que l'activité bancaire, quelle que soit la mesure retenue pour cette dernière. En particulier, au cours des années 1987 à 1993, les effectifs ont baissé (pour la première fois), tandis que l'implantation de nouveaux guichets s'est poursuivie et que les banques ont continué à développer leur activité. Il en est résulté une progression importante de la productivité moyenne du travail, définie comme le rapport production/effectifs.

Tableau 7

<b>PRODUCTIVITÉ PAR TÊTE</b>					
<b>Taux de croissance moyens annuels</b>					
	(en pourcentage)				
	1953 à 1966	1967 à 1975	1976 à 1986	1987 à 1993	1953 à 1993
Productivité (comptes bancaires) (a).....	3,6	4,1	3,3	3,3	3,6
Productivité (bilan) (b).....	7,5	4,1	2,6	10,8	5,8
Productivité (PNB) (c).....	5,2	8,1	3,6	3,4	5,0
Productivité (PISB) (d).....	4,9	5,9	4,9	1,4	4,7
Productivité de l'ensemble de l'économie (e).....	4,1	3,2	2,0	1,5	2,9
(a) Nombre de comptes dans les banques AFB/effectifs dans les banques AFB					
(b) Bilan moyen traité (hors opérations interbancaires) en francs 1980/effectifs salariés dans les banques AFB					
(c) Produit net bancaire des services bancaires en francs 1980/effectifs salariés dans les banques AFB					
(d) Produit imputé aux services bancaires en 1980/effectifs salariés. Il s'agit d'un indicateur de productivité concernant l'ensemble des banques.					
(e) PIB en francs 1980/effectifs salariés totaux					

Le tableau 7 présente les gains de productivité du travail calculés à partir des quatre mesures de la production présentées précédemment (tableau 2). À titre de comparaison, on a calculé la productivité globale de l'économie, mesurée par le rapport « PIB/effectifs salariés totaux ». Quel que soit l'indicateur retenu, il apparaît que les banques ont effectivement réalisé de forts gains de productivité au cours des quatre dernières décennies. Bien que la comparaison entre des indicateurs de productivité différents soit délicate, et qu'il faille donc rester prudent, il semble que la productivité apparente du travail ait progressé plus rapidement dans les banques AFB que dans l'ensemble de l'économie. Un écart de productivité se serait également creusé par rapport à l'ensemble du système bancaire, si l'on en croit l'indicateur global calculé avec la PISB.

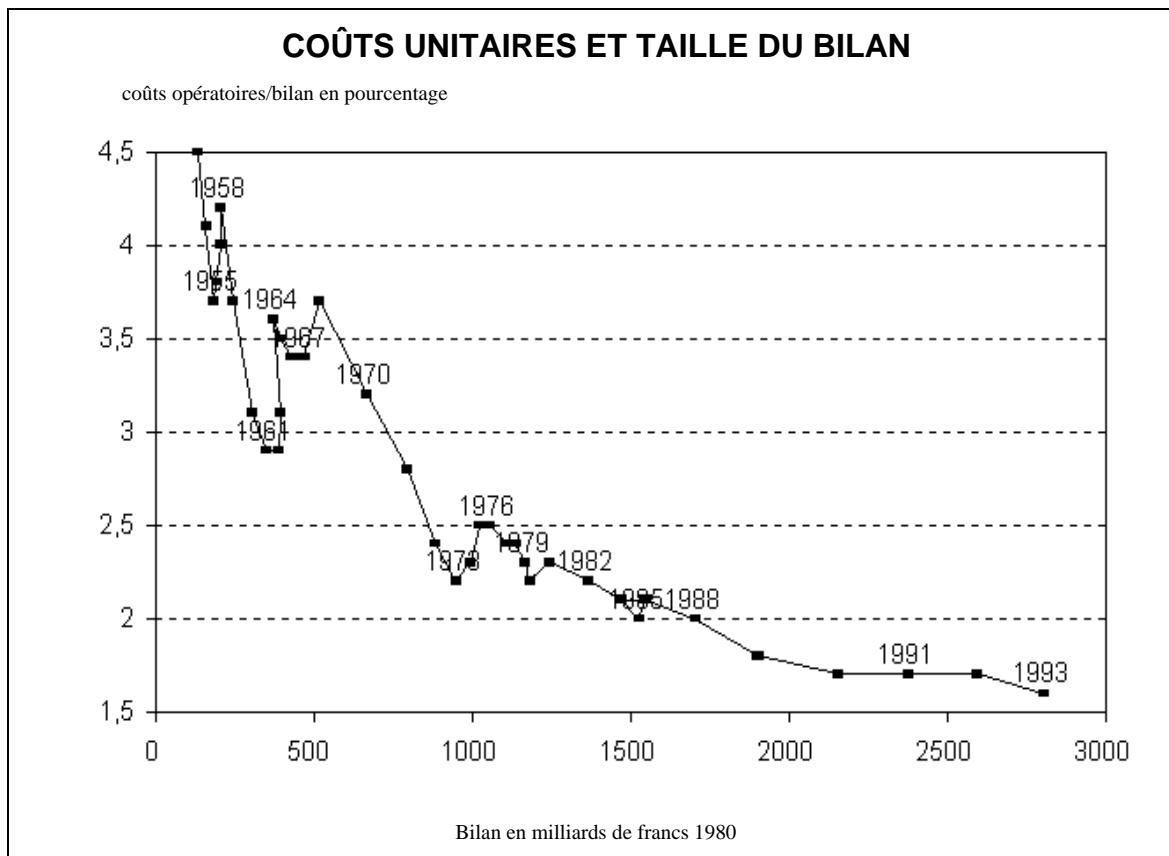
Tableau 8

<b>COÛT UNITAIRE ET PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL</b>							
Niveaux des variables et taux de croissance moyens annuels en pourcentage	1953	Phase 1 1953 à 1966 (a)	Phase 2 1967 à 1975 (a)	Phase 3 1976 à 1986 (a)	Phase 4 1987 à 1993 (a)	1953 à 1993 (a)	1993
A. Coût unitaire du travail en francs 1980 (b) .....	34 804	4,7	5,4	2,6	3,3	4,0	166 424
B. Productivité du travail (c).....	54 000	5,2	8,1	3,6	3,4	5,0	375 000
Charges de personnel/PNB : A/B (d)..	64,7	-0,6	-2,5	-0,9	-0,2	-1,0	44,3

(a) Taux de croissance moyens annuels en pourcentage  
 (b) Charges de personnel en francs 1980/effectifs salariés – Unité : francs par salarié  
 (c) PNB en francs 1980/effectifs salariés – Unité : francs par salarié  
 (d) En pourcentage du PNB

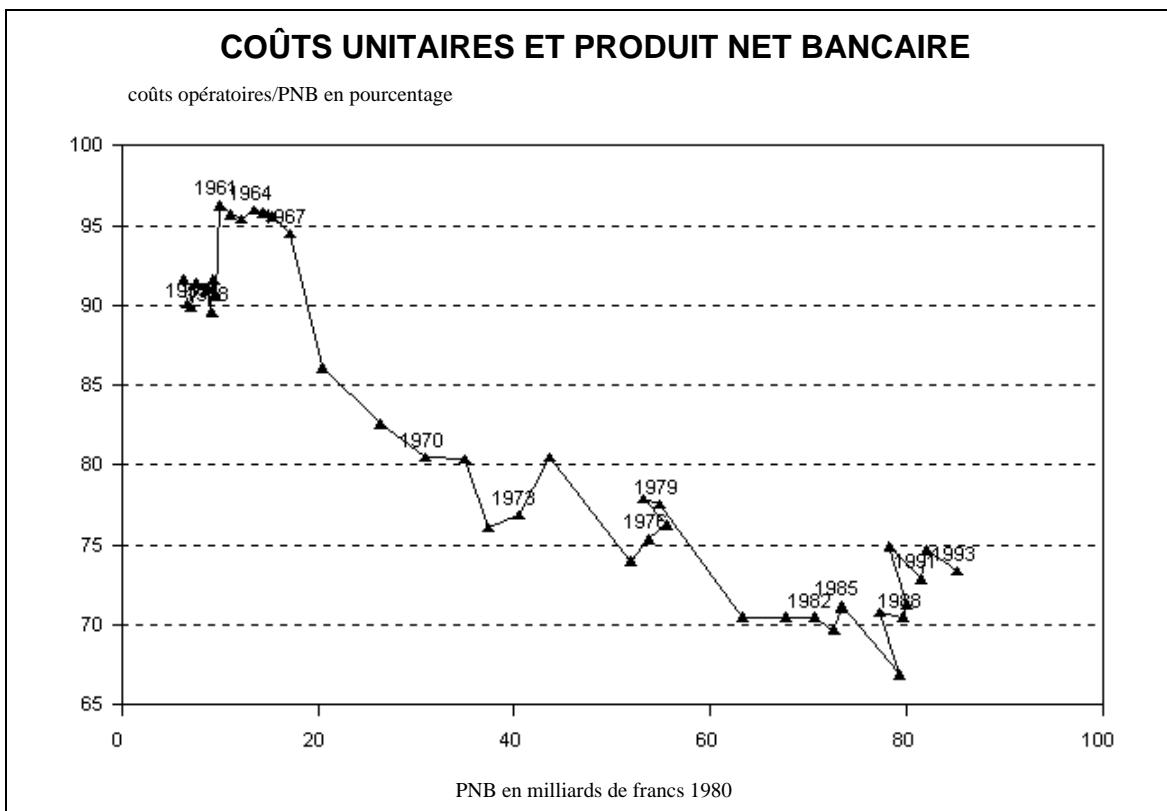
La hausse du coût unitaire de la main-d'œuvre, mesuré en francs constants par le ratio « frais de personnel/effectifs salariés », a été largement compensée par les gains de productivité du travail, évalués en francs constants par le rapport « PNB/effectifs salariés » (tableau 8). De 1953 à 1993, les coûts unitaires du travail et la productivité du travail ont progressé à des taux de croissance moyens annuels de 4 % et de 5 % respectivement, en unités monétaires constantes. Grâce à cet écart de 1 % par an entre le coût unitaire et la productivité du travail, les charges de personnel sont passées de 64,7 % à 44,3 % du PNB pendant la même période.

Graphique 4





Graphique 5



### 3.2. Les banques AFB ont réalisé d'importantes économies d'échelle

Étant donné l'ampleur des investissements en capital fixe effectués par les banques AFB pour constituer leur important réseau, on doit s'attendre à l'existence d'économies d'échelle dans la fonction de coût des banques. C'est-à-dire que l'augmentation de l'échelle de la production bancaire devrait aller de pair avec une baisse des coûts unitaires (moyens) de production, les coûts fixes étant étalés sur une production croissante<sup>1</sup>. La question des économies d'échelle dans le secteur bancaire a donné lieu à une abondante littérature. La majorité des travaux, notamment au sujet des banques françaises, conclut à l'existence d'économie d'échelle en utilisant des méthodologies diverses (par exemple Dietsch, 1990 et Sassenou, 1992)<sup>2</sup>.

Nos calculs confirment que les banques AFB ont effectivement réalisé des économies d'échelle significatives depuis le début des années cinquante, si l'on en juge par les graphiques 4 et 5 : on peut, en effet, y constater que les coûts opératoires unitaires tendent à baisser sensiblement à mesure que s'accroît la production bancaire ; cette dernière est mesurée ici par la taille du bilan et par le PNB, ces deux grandeurs étant évaluées en francs constants<sup>3</sup>.

On note cependant que, lorsque la production bancaire est mesurée par le PNB, les économies d'échelle ne sont perceptibles qu'entre 1967 et 1986, ce qui correspond à la période de développement rapide des banques (graphique 5). Après 1986, un phénomène de déséconomie d'échelle semble se

<sup>1</sup> Les coûts unitaires ou moyens correspondent aux coûts par unité produite, c'est-à-dire au ratio coûts opératoires/production.

<sup>2</sup> Certaines de ces études mesurent également les économies d'échelle en raisonnant sur les coûts totaux (coûts opératoires et coûts financiers). L'hypothèse d'économies d'échelle est généralement acceptée sur les seuls coûts opératoires et rejetée pour les coûts totaux. À notre avis, le calcul des économies d'échelle sur les coûts totaux n'a pas de sens dans la mesure où les coûts financiers obéissent à une logique complètement différente des coûts opératoires.

<sup>3</sup> Une étude menée sur les banques AFB sur les années 1950-1971 par L. et V. Lévy-Garboua avait déjà conclu à l'existence d'économies d'échelle.

manifester : les coûts opératoires augmentent plus vite que le PNB dont la progression est ralentie pour des raisons qui seront évoquées plus loin.

Ce dernier résultat peut s'expliquer par la décélération de la croissance du PNB qui tombe à 1,7 % par an en francs constants de 1987 à 1993. Mais cette remontée de la courbe des coûts moyens peut également être interprétée comme l'indice d'une situation de surcapacité des banques AFB en fin de période.

#### 4. Transformation des structures de bilan

L'analyse menée dans les paragraphes précédents a mis en avant la « logique industrielle » des banques AFB. Les banques se comportent, en effet, de plus en plus comme des entreprises industrielles sous la pression concurrentielle. Mais d'un autre côté, les banques ne sont pas des entreprises ordinaires. Celles-ci ont une spécificité qui provient de leur rôle stratégique dans l'économie, en tant que gestionnaire du système de paiements et de financements. La contrepartie de cette place particulière des banques est leur mise sous tutelle publique.

##### 4.1. Rôle déterminant de la réglementation sur le fonctionnement des banques

De fait, le fonctionnement des banques est assez largement conditionné par les politiques publiques. Ces dernières affectent directement les banques au travers des instruments de la politique monétaire (taux d'intérêt, coefficients de réserve) et par la réglementation bancaire. Parmi les entreprises, les banques ont toujours été celles qui sont les plus contrôlées et réglementées. L'importance de la réglementation publique dans l'activité bancaire s'explique par la situation particulière des banques dans l'économie.

D'abord, parce que le pouvoir de création monétaire confère aux institutions qui le possèdent un poids dans l'échange qui peut contrarier le jeu des mécanismes de marché. Dans la mesure où elles ont la possibilité de faire reconnaître leurs dettes comme instruments de règlement, les banques ont une capacité d'action pratiquement illimitée sur l'allocation des ressources. Si celle-ci n'est pas contrôlée et réglementée, l'expansion du système bancaire risque d'aboutir à une concentration du pouvoir économique. D'autant que les banques bénéficient d'économies d'échelle, comme on l'a vu.

En second lieu, l'activité bancaire est source d'externalités. Les banques gèrent les systèmes de paiement qui sont un « bien public ». De même, l'épargne populaire dont les banques assurent la gestion peut être considérée comme un bien public dans la mesure où l'État doit en assurer la protection. La transformation des risques effectuée par les banques met celles-ci en situation d'instabilité potentielle. Il en résulte un risque systémique qui nécessite une régulation publique.

La nature de la tutelle publique, et en particulier de l'environnement réglementaire des banques, s'est profondément modifiée au cours des cinquante dernières années. Ces transformations se sont déroulées en trois grandes étapes.

##### 4.2. Les trois grandes réformes de la réglementation bancaire

– 1944-1945 : à la Libération, les pouvoirs publics procèdent à une réforme des structures financières dont l'objectif est de contrôler les milieux bancaires et financiers (Patat, Lutfalla, 1986) et d'amener ceux-ci à orienter leurs financements dans un sens conforme aux objectifs de la politique économique définis dans les premiers plans. La nationalisation de la Banque de France et des quatre grandes banques de dépôt<sup>1</sup>, la création du Conseil national du crédit présidé par le ministre des Finances s'inscrivent dans ce renforcement de la tutelle de l'État sur les banques.

<sup>1</sup> Crédit lyonnais, Société générale, Banque nationale pour le commerce et l'industrie, Comptoir national d'escompte de Paris ; la fusion de ces deux dernières banques donnera naissance à la BNP actuelle.

– 1966-1967 : les pouvoirs publics assouplissent le cadre réglementaire qui régit l'activité bancaire. L'objectif est alors de favoriser l'expansion des banques. La distinction entre les banques de dépôts et les banques d'affaires est abolie par des décrets de 1966 et 1967, ce qui favorise l'essor de la banque universelle. Le Conseil national du crédit décide en 1967 de rendre totalement libre l'ouverture des guichets, soumise depuis 1945 à une autorisation préalable. L'interdiction de rémunération des dépôts à vue est instituée avec, pour contrepartie, le maintien de la gratuité des chèques et, pour encourager la concurrence bancaire, les planchers sur taux débiteurs sont supprimés.

– 1984 à 1989 : c'est le processus de déréglementation et de libéralisation financière qui marque une nouvelle rupture dans l'environnement des banques. La législation bancaire est modernisée par la loi de janvier 1984 qui s'applique à l'ensemble des établissements de crédit. De nouveaux produits bancaires sont créés à l'initiative des autorités monétaires (certificats de dépôt en 1985). L'encadrement du crédit est définitivement aboli en 1987 ; le contrôle des changes est suspendu en 1990.

#### 4.3. Les trois phases de l'intermédiation bancaire

L'évolution subie par les structures de bilan — retracée par le tableau 9 — illustre les transformations profondes enregistrées par l'activité des banques AFB au cours des cinq dernières décennies. Le rôle de la tutelle publique a été déterminant dans ce processus. En effet, l'intermédiation bancaire a connu trois périodes distinctes qui sont délimitées par les réformes réglementaires.

##### – 1946 à 1965 : le circuit du Trésor

Les financements publics jouent un rôle prépondérant pendant cette période de reconstruction de l'économie française dévastée par la guerre. Les banques « nourrissent » dans leurs avoirs une quantité importante de titres publics, étant astreintes à respecter des « planchers d'effets publics ». Les titres de la dette publique représentent près de la moitié des emplois bancaires en 1946 ; leur part diminue fortement par la suite. Mais le poids du circuit du Trésor s'estompe progressivement ; les crédits bancaires prennent la place des titres publics et augmentent fortement, passant de 50 % à 90 % des emplois bancaires de 1946 à 1965.

Au passif, la proportion des dépôts diminue, passant de 87,6 % à 71,8 % de 1946 à 1965, notamment sous l'effet de la concurrence du circuit du Trésor (chèques postaux). En contrepartie, le refinancement auprès de la Banque de France augmente, l'endettement des banques de second rang auprès de la Banque centrale devenant une caractéristique structurelle du système bancaire français.

##### – 1965 à 1980 : l'intermédiation bancaire en pleine expansion

L'assouplissement du cadre réglementaire favorise l'essor des banques universelles et se traduit par un mouvement intense de bancarisation. C'est l'âge d'or de l'économie d'endettement. À l'actif, les crédits bancaires ont un poids écrasant (de 80 % à 90 %), tandis que la part des titres est devenue plus faible, passant de 8,0 % en 1965 à 1,6 % en 1970, pour remonter à 5,0 % en 1980.

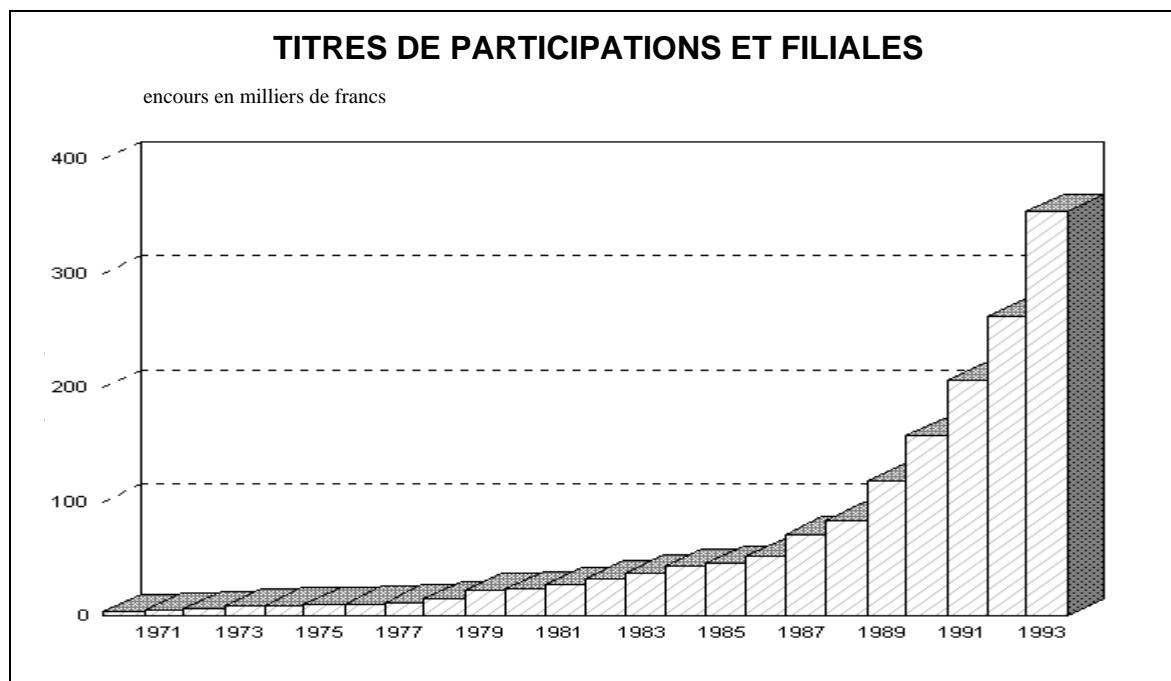
La structure des ressources bancaires demeure relativement stable, les dépôts représentant environ 70 % du passif, le besoin de financement étant satisfait, pour l'essentiel, par le refinancement quasi automatique de la Banque de France.

Tableau 9

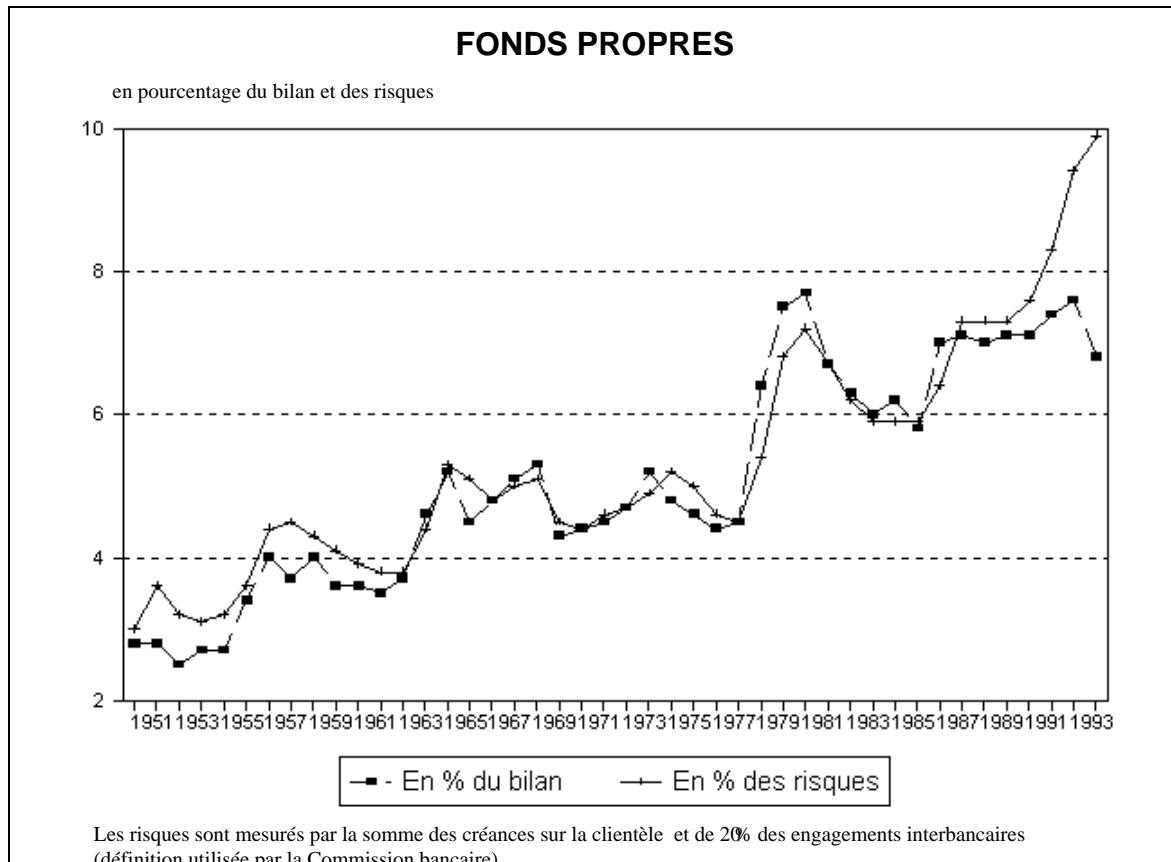
<b>STRUCTURE DU BILAN</b>										
	(en pourcentage)									
	1946	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1993
<b>ACTIF</b>										
Crédits à la clientèle.....	49,6	75,0	79,0	83,2	88,9	80,4	78,5	84,2	79,0	54,9
Titres.....	49,2	23,8	19,7	15,1	8,4	1,6	2,7	4,8	12,4	22,6
dont : titres publics.....	(47,2)	(22,8)	(18,5)	(13,4)	(7,1)	(0,6)	(0,9)	(2,4)	(6,5)	(2,9)
Valeurs immobilisées.....	1,3	1,2	1,4	1,7	2,7	3,6	7,6	8,6	4,1	9,6
Divers.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,5	11,2	2,4	4,5	12,9
<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>PASSIF</b>										
Banques et trésorerie (a) ...	-0,9	4,1	18,9	26,2	15,8	33,0	20,6	13,5	17,1	0,8
Dépôts de la clientèle.....	87,6	83,9	70,9	63,3	71,8	61,1	71,3	72,7	56,6	35,5
Obligations et dettes subordonnées .....	0,0	0,0	0,1	0,2	0,6	0,6	2,8	5,2	17,5	16,5
Autres titres négociables (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,6	0,8	3,0	40,4
Divers.....	9,4	9,1	6,7	6,7	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fonds propres (c).....	3,9	2,8	3,4	3,6	4,5	4,4	4,6	7,7	5,8	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>

(a) Opérations interbancaires. Ces opérations sont soldées, ce qui est cohérent avec la représentation «économique» du bilan qui est recherchée ici. La position nette ainsi obtenue est inscrite au passif dans la mesure où elle fait apparaître une situation débitrice des banques AFB (sauf en début de période).  
(b) Certificats de dépôt et bons à moyens terme négociables  
(c) Capital + réserves + report à nouveau

Graphique 6



Graphique 7



– 1980 à 1993 : désintermédiation et marchéisation

La déréglementation favorise la montée en puissance de la finance directe et entraîne un processus de marchéisation des bilans bancaires. À l'actif, la part du crédit baisse fortement, de 84,9 % en 1980 à 54,9 % en 1993. Les emplois bancaires se diversifient à nouveau en faveur des titres dont le poids passe de 4,8 % à 22,6 % de 1980 à 1993. La part des titres publics reste prépondérante jusqu'en 1985, puis diminue sensiblement au profit des titres privés par la suite. Les valeurs immobilisées ont également un poids croissant ; cette évolution reflète deux phénomènes distincts : d'une part, le développement du crédit-bail qui répond au besoin des entreprises de diversifier le financement de leurs investissements ; d'autre part, l'accroissement des titres de filiales et de participations — bancaires et non bancaires — qui met en évidence un mouvement de croissance externe des banques. Ce mouvement s'est accéléré à la fin des années quatre-vingt, comme l'illustre le graphique 6. Il doit être relié à la restructuration de l'industrie bancaire induite par la mise en place en 1990 du marché unique des capitaux dans l'Union européenne.

Au passif, le processus de titrisation est également très important. Les ressources traditionnelles des banques — le refinancement et les dépôts — diminuent rapidement, passant de 87,2 % à 36,3 % du bilan de 1980 à 1993. Elles sont progressivement supplantées par les obligations et les titres négociables sur le marché monétaire (les certificats de dépôt) qui représentent plus de la moitié (56 %) des engagements bancaires en 1993. On note également que les fonds propres se sont développés par rapport à la période précédente, ce qui est en partie la conséquence de la mise en place des ratios prudentiels de solvabilité (graphique 7).

Tableau 10

Encours notionnels	(en pourcentage du bilan)					
	1950	1960	1970	1978	1987	1993
Engagements de garantie donnés.....	17,0	12,9	13,4	16,1	18,7	15,9
Ouverture de crédits confirmés.....	7,4	4,3	4,5	12,2	18,4	13,6
Devises à recevoir.....	nd	nd	nd	20,4	58,9	118,7
Devises à livrer.....	nd	nd	nd	20,4	59,2	124,2
Opérations sur instruments financiers à terme et optionnels.....					38,1	536,9
nd : non disponible						
Source : Commission bancaire						

Le développement rapide des opérations de hors bilan est une autre caractéristique importante de la période récente<sup>1</sup>. Les opérations traditionnelles de hors bilan se sont développées au même rythme que le bilan. En revanche, l'encours des opérations à terme sur devises et, surtout, des opérations sur instruments financiers à terme et optionnels, dont l'encours notionnel est cinq fois supérieur à la taille du bilan, ont littéralement explosé depuis quelques années (tableau 10).

## 5. La rentabilité des banques AFB : une évolution contrastée

La rentabilité des banques est généralement mesurée par les trois principaux soldes de résultat qui ont été rapportés ici au bilan total retraité<sup>2</sup> : le produit net bancaire (PNB), le résultat brut d'exploitation (RBE) et le revenu net (RN). D'après l'évolution de ces ratios, telle qu'elle est retracée sur le graphique 8, la rentabilité bancaire a connu trois phases distinctes.

– *Du début des années 1950 jusqu'en 1966*, la rentabilité bancaire tend à baisser ; ce qui s'explique largement par le niveau élevé des coûts opératoires (voir le tableau 4 à ce sujet).

– *De 1967 à 1986*, la rentabilité bancaire bénéficie d'une amélioration tendancielle, comme l'indique la pente positive des courbes de rendement. Deux facteurs ont particulièrement contribué à cette évolution favorable : d'une part, les gains en efficacité des banques qui sont parvenues à réduire progressivement le poids de leurs coûts opératoires ; d'autre part, le contexte peu concurrentiel dans lequel les banques ont développé leur activité, ce qui a permis la réalisation de marges importantes.

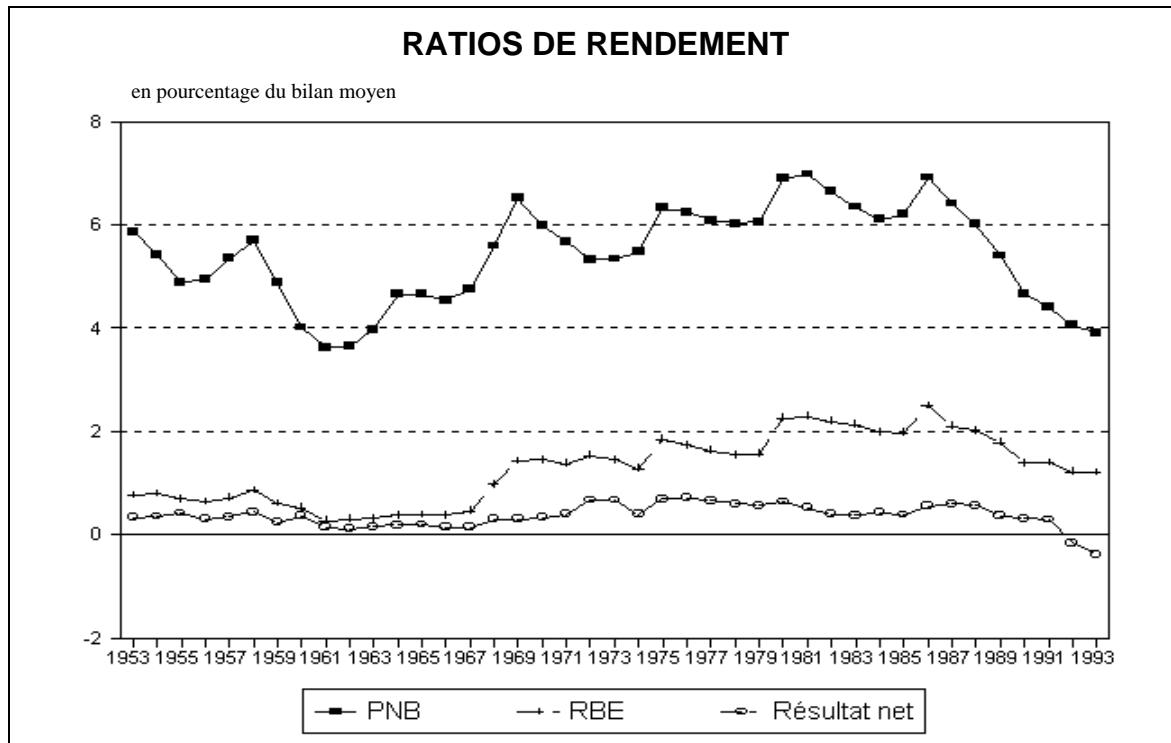
– *De 1987 à 1993*, la rentabilité s'est sensiblement dégradée ; en 1992 et 1993, le résultat net des banques AFB est devenu négatif, ce qui n'avait pas été observé depuis de nombreuses années. Cette dégradation récente de la rentabilité bancaire a été enregistrée dans la plupart des systèmes bancaires, comme on peut le constater ci-après<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Les données de hors bilan retracées dans le tableau 10 doivent être interprétées avec prudence. En effet, une part importante de ces opérations est aujourd'hui constituée par des échanges de taux d'intérêt ( « swaps de taux ») dont la comptabilité bancaire retrace les montants « notionnels » (non échangés).

<sup>2</sup> Ces soldes peuvent également être rapportés aux capitaux propres, ce qui ne change pas fondamentalement les résultats. En tout état de cause, ce n'est qu'au cours de la période récente que les capitaux propres ont commencé à jouer un rôle important pour les banques françaises.

<sup>3</sup> Ces données comptables nationales de l'OCDE ne sont que partiellement harmonisées. La comparaison des évolutions dans le temps pour chaque pays a plus de signification que les comparaisons entre pays.

Graphique 8



Graphique 9

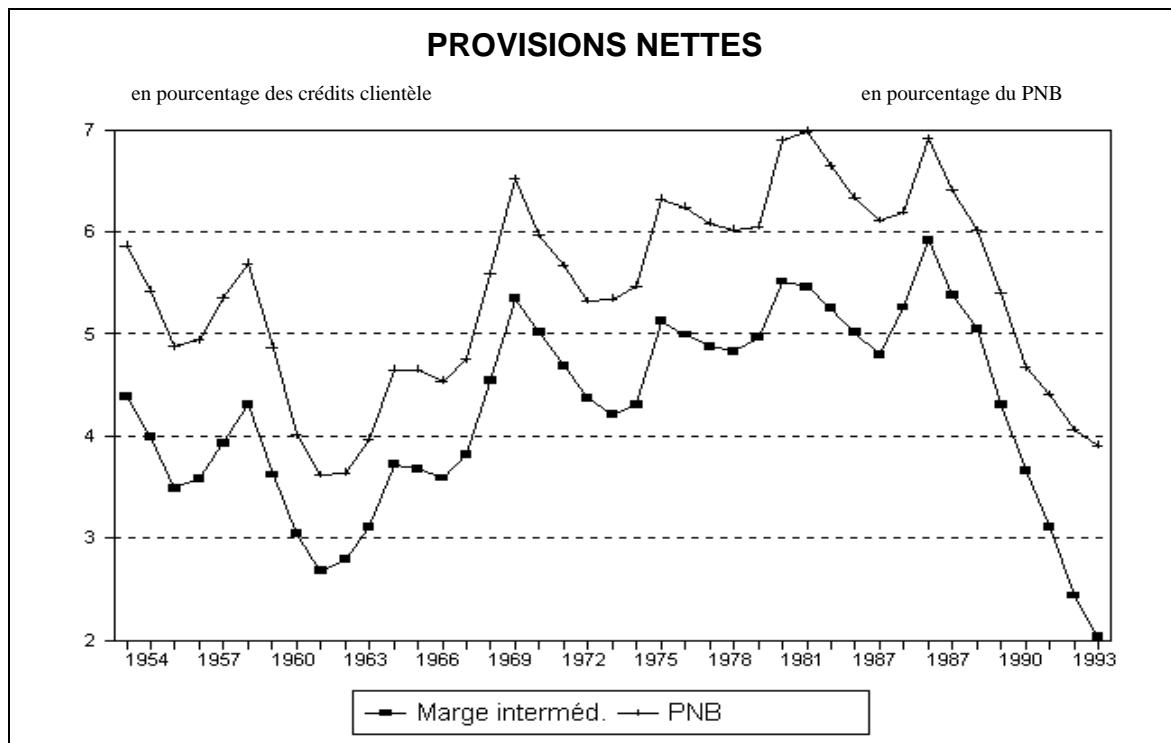


Tableau 11

<b>RENTABILITÉ DES BANQUES (a) Comparaison internationale</b>				
	(en pourcentage)			
	1980	1985	1990	1993
<b>États-Unis</b>				
Bénéfice net/fonds propres.....	13,6	11,2	7,8	14,6
PNB/bilan .....	4,8	5,5	3,9	6,1
<b>Japon</b>				
Bénéfice net/fonds propres.....	7,8	9,4	6,1	2,6
PNB/bilan .....	2,2	1,9	1,4	1,4
<b>Allemagne</b>				
Bénéfice net/fonds propres.....	5,7	8,9	6,4	6,1
PNB/bilan .....	3,9	4,8	4,5	3,2
<b>Royaume-Uni</b>				
Bénéfice net/fonds propres.....	nd	14,0	7,7	12,0
PNB/bilan .....		4,9	5,0	5,1
<b>France</b>				
Bénéfice net/fonds propres.....	10,0	7,3	6,0	0,1
PNB/bilan .....	7,1	6,5	5,1	3,9
(a) Ensemble des banques commerciales				
nd : non disponible				
Source : OCDE				

### 5.1. Causes de l'érosion récente de la rentabilité des banques AFB

Trois séries de facteurs sont à l'origine de cette évolution contrastée de la rentabilité des banques AFB. C'est en premier lieu la dynamique des coûts opératoires. Comme on l'a vu, le poids relatif des coûts opératoires dans le PNB tend à baisser jusqu'en 1985, ce qui a favorisé une amélioration du résultat brut d'exploitation qui représentait 32,8 % du PNB en 1985, contre 8,3 % en 1965 et 5,9 % en 1946 (tableau 4). En revanche, de 1985 à 1993, les coûts opératoires ont contribué à dégrader les résultats bancaires, leur croissance devenant plus rapide que celle du PNB. En 1993, le RBE ne représente plus que 30,9 % du PNB.

En deuxième lieu, les résultats nets des banques ont été grevés par la montée des charges liée à leur politique de provisionnement. Le poids des provisions, qui n'a cessé d'augmenter depuis 1946, s'est fortement accru récemment : calculé par rapport au PNB, celui-ci est passé de 3,5 % en 1946, à 14,6 % en 1985 et à 40,1 % en 1993. Exprimées en pourcentage des crédits à la clientèle, les provisions nettes sont passées de moins de 0,5 % au cours des années soixante à plus de 2,5 % en 1993 (cf. tableau 4 et graphique 9). Les provisions ont connu deux hausses brutales : entre 1978 et 1985, au moment de la crise internationale de la dette ; puis entre 1990 et 1993, à la suite de la crise économique, en particulier dans le secteur de l'immobilier, qui s'est traduite par une forte augmentation (de l'ordre de plus de 70 %) des créances douteuses et immobilisées.

C'est d'ailleurs cette montée brutale des provisions en 1992 et 1993 qui explique l'apparition soudaine et exceptionnelle de résultats nets négatifs pour ces deux exercices. Les données du tableau 12 indiquent toutefois que cet accroissement du poids des provisions dans les comptes de résultat bancaires n'est pas propre aux banques AFB et se retrouve à l'étranger.

Tableau 12

<b>POIDS DES PROVISIONS NETTES</b> <b>Comparaison internationale (a)</b>				
	(en pourcentage du PNB)			
	1980	1985	1990	1993
États-Unis.....	6,4	14,3	19,4	7,6
Japon.....	0,4	1,2	1,2	10,9
Allemagne.....	8,8	13,4	13,4	21,3
Royaume-Uni.....	nd	11,7	11,7	20,3
France.....	18,0	19,3	19,3	26,7

(a) Ensemble des banques commerciales  
nd : non disponible  
Source : OCDE

### La marge d'intermédiation, principal déterminant de la rentabilité bancaire

C'est l'évolution du PNB et de ses composantes qui a été le principal déterminant de la rentabilité des banques AFB sur le long terme. Ce fait est illustré sur le graphique 8 par le parallélisme de la courbe du PNB avec celle du RBE et, dans une moindre mesure, celle du RN, ces trois indicateurs étant exprimés en pourcentage du bilan.

Quant au PNB, son évolution a été très largement dictée par celle de la marge d'intermédiation ; ainsi, c'est la chute brutale du taux de marge d'intermédiation qui a entraîné la baisse de la rentabilité économique des banques AFB, mesurée par le ratio PNB/bilan (graphique 10).

Cette dégradation récente de la marge d'intermédiation est surtout due à deux de ses composantes (graphique 11) : la marge sur opérations avec la clientèle, qui s'est tassée, et surtout les opérations interbancaires et les financements titres (obligations et certificats de dépôt), qui ont augmenté le coût des ressources.

Heureusement, les produits divers hors intermédiation, en forte augmentation (40 % du PNB en 1993), ont compensé partiellement la stagnation puis la baisse de la marge d'intermédiation enregistrées depuis 1985 (graphique 12). Cette hausse importante des produits bancaires « hors intermédiation » provient d'opérations réalisées sur les produits dérivés<sup>1</sup>. Ces opérations avaient notamment pour objet de couvrir la position de trésorerie débitrice des banques AFB. Leur développement récent s'est traduit par un accroissement rapide de la taille des hors bilans qui a été mentionné plus haut (tableau 10).

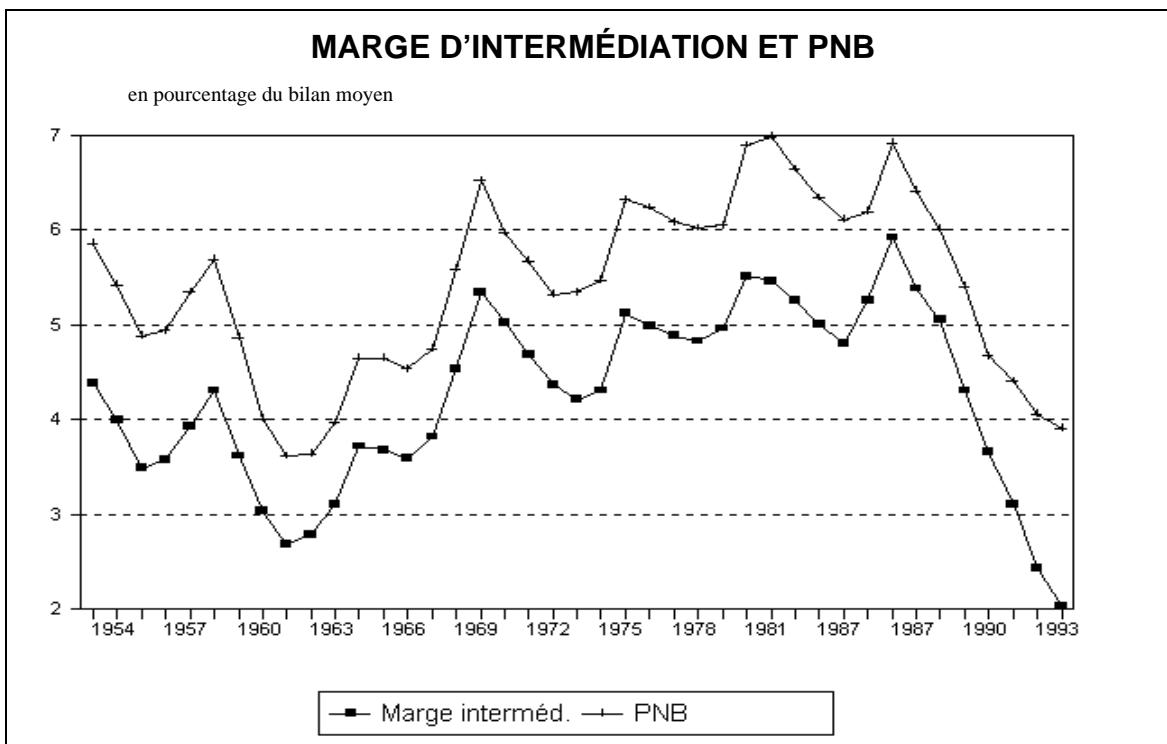
Dans le passé, les banques tiraient leurs résultats de la marge entre le rendement de leurs avoirs et le coût de leurs ressources. Or cette marge, qui dépassait 2 % avant 1988, s'est nettement réduite depuis lors (graphique 13).

Cette évolution défavorable de la marge d'intermédiation est due à la conjonction de quatre facteurs :

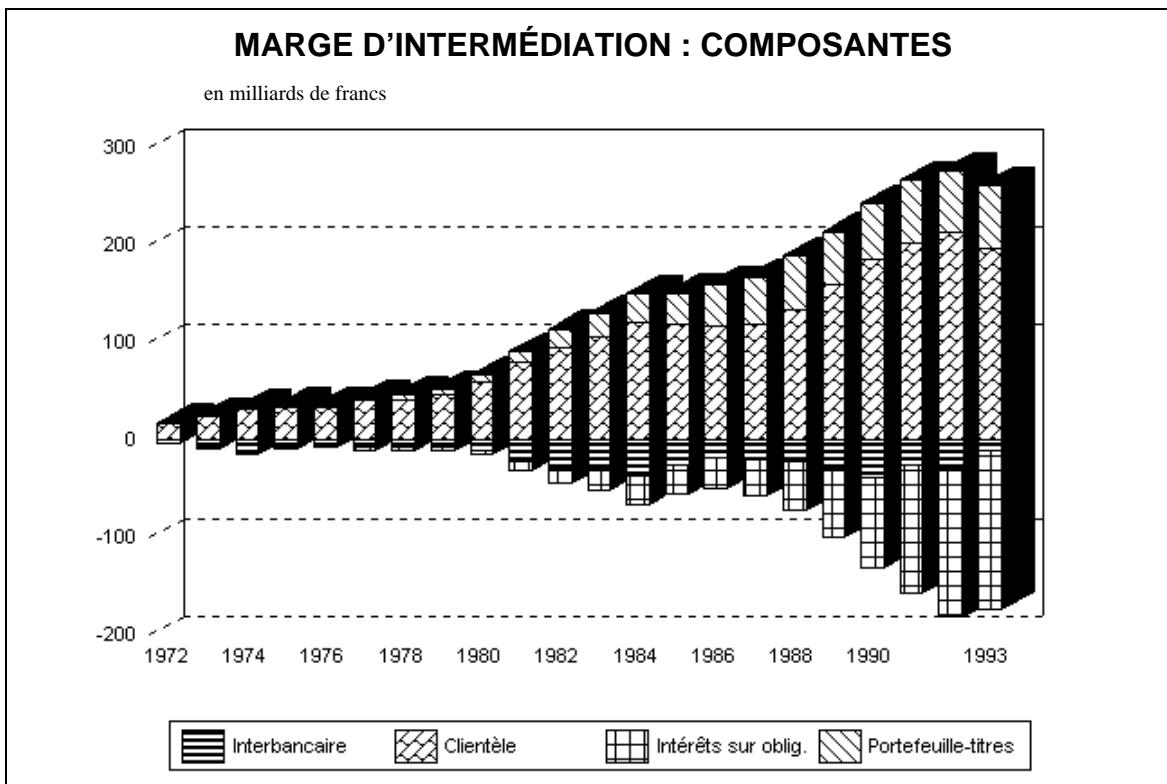
- l'impact de l'évolution des taux d'intérêt, qui a été particulièrement brutale au cours de la période récente ;
- la déformation de la structure de bilan des banques ;
- l'effet volume d'activité, avec la forte décélération enregistrée au cours des dernières années ;
- enfin, l'accroissement de la pression concurrentielle, à la suite de la libéralisation du système financier français.

<sup>1</sup> Ce constat est effectué par la Commission bancaire dans son Rapport 1993, p. 60.

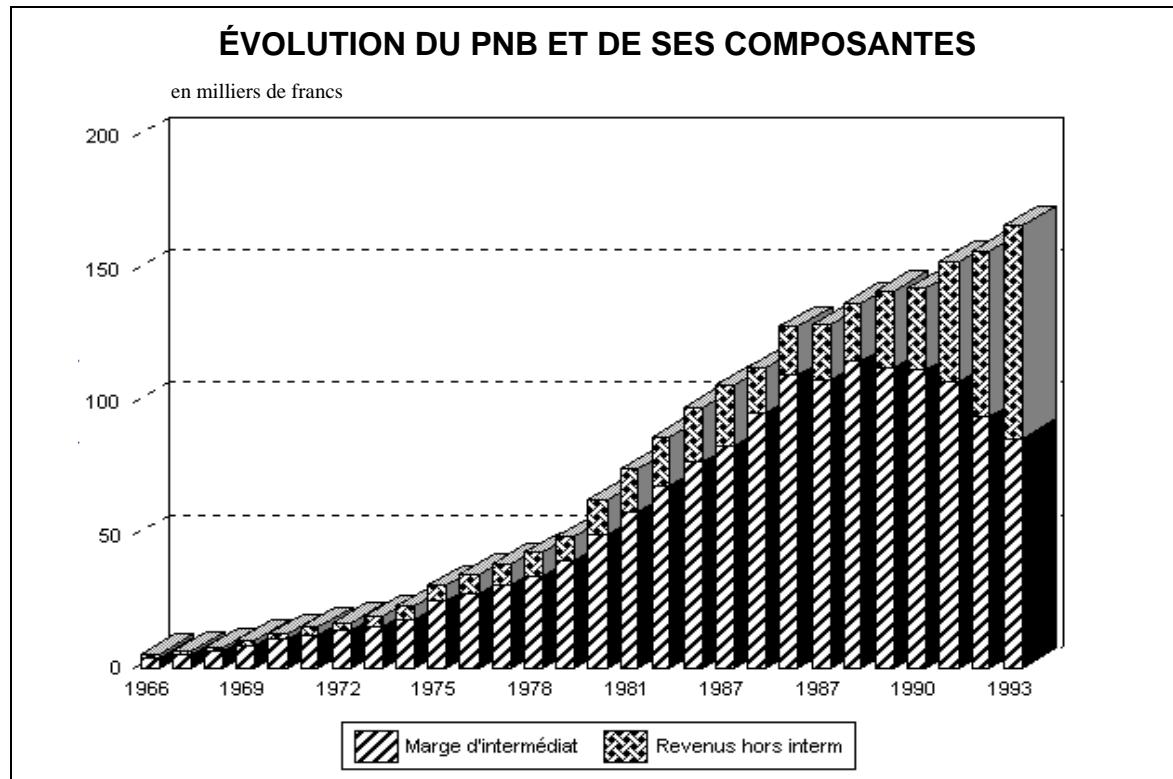
Graphique 10



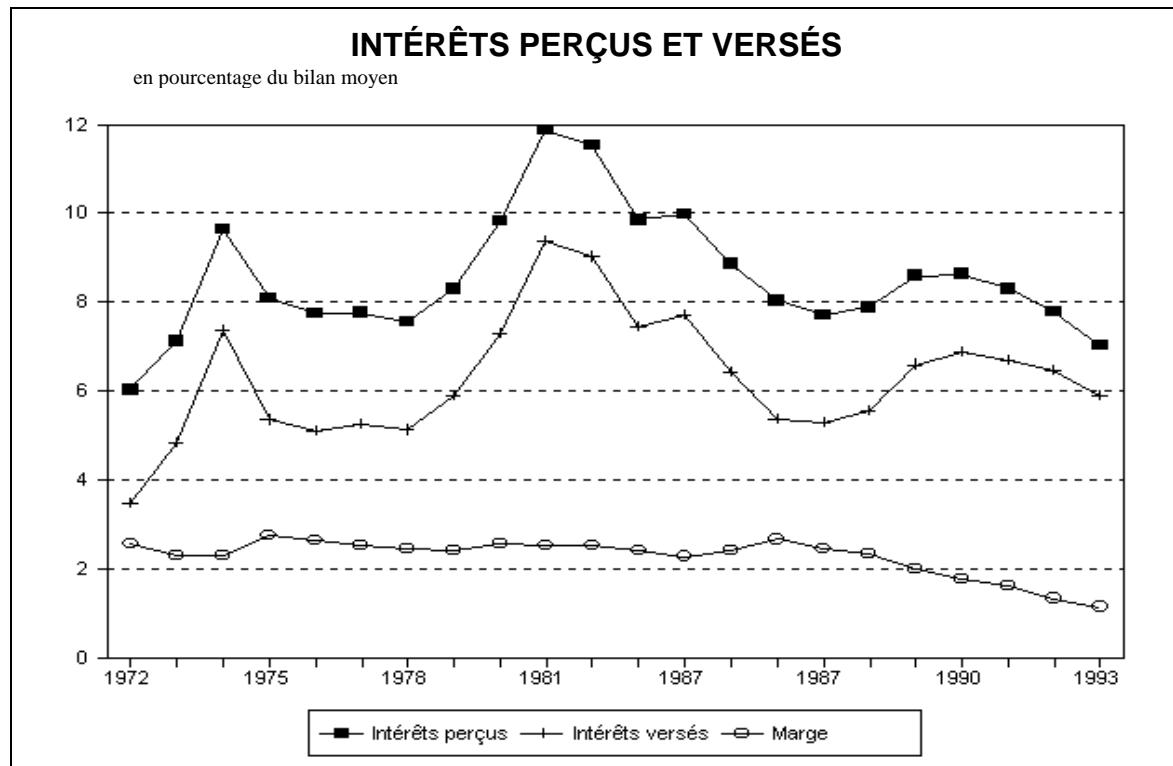
Graphique 11



Graphique 12



Graphique 13

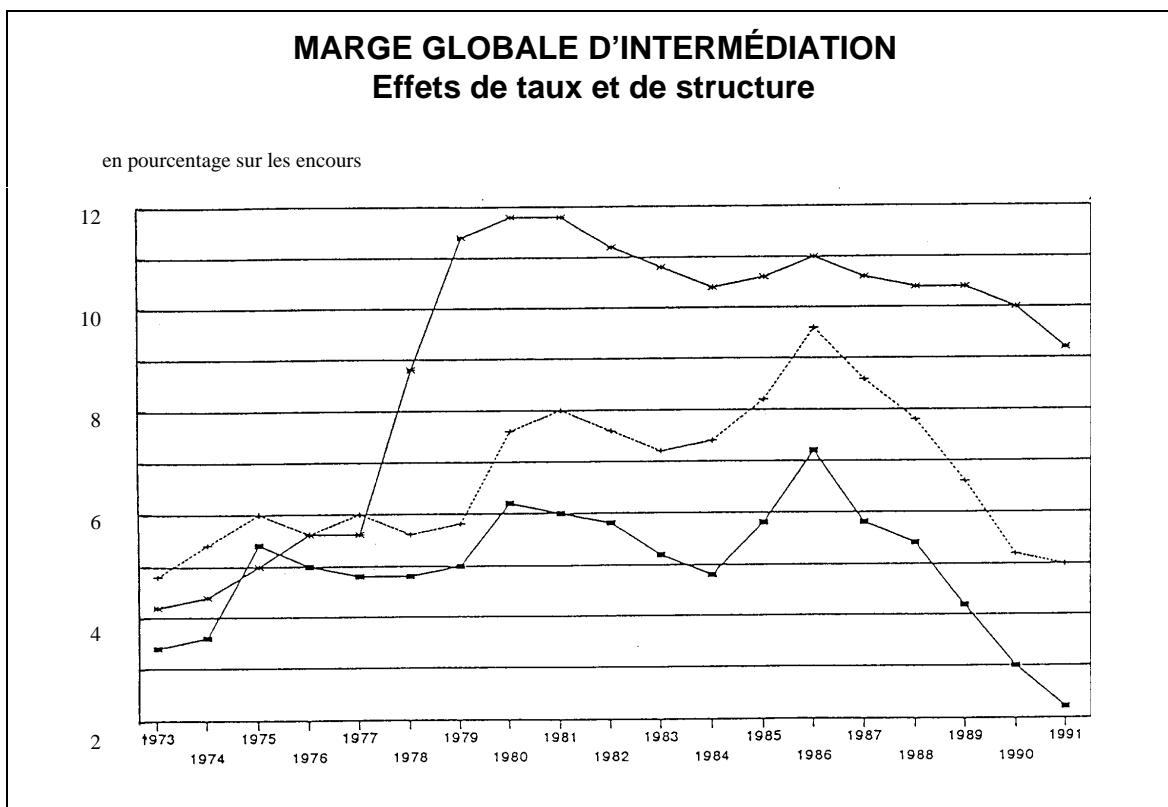


### 5.2. Impact des taux d'intérêt et des structures des bilans

Il est difficile de mesurer la part revenant à ces quatre facteurs explicatifs. On a cependant tenté de simuler le poids des deux premiers effets — effets de taux et de structure de bilan — à l'aide d'une maquette du compte d'exploitation simplifié des banques AFB<sup>1</sup>. Le principe en est simple : la marge d'intermédiation est calculée en supposant successivement (a) que les taux d'intérêt demeurent constants, puis (b) que les structures de bilan restent inchangées à partir de 1972<sup>2</sup>.

Les résultats de ces simulations sont présentés sur le graphique 14 : il y apparaît que les marges d'intermédiation simulées à taux d'intérêt et à structures de bilan constants sont largement supérieures à la marge effective. Il peut en être déduit que l'effet de taux d'intérêt et l'effet de structure de bilan ont eu un impact défavorable sur la rentabilité des banques AFB. Si l'on en croit les résultats de ces simulations, la montée des taux d'intérêt de la fin des années soixante-dix (graphique 15), imposée par l'environnement international, aurait fortement pesé sur les marges bancaires. Il est vrai que la politique monétaire a alors cherché à atténuer l'impact de cet effet de taux par le jeu des réserves obligatoires.

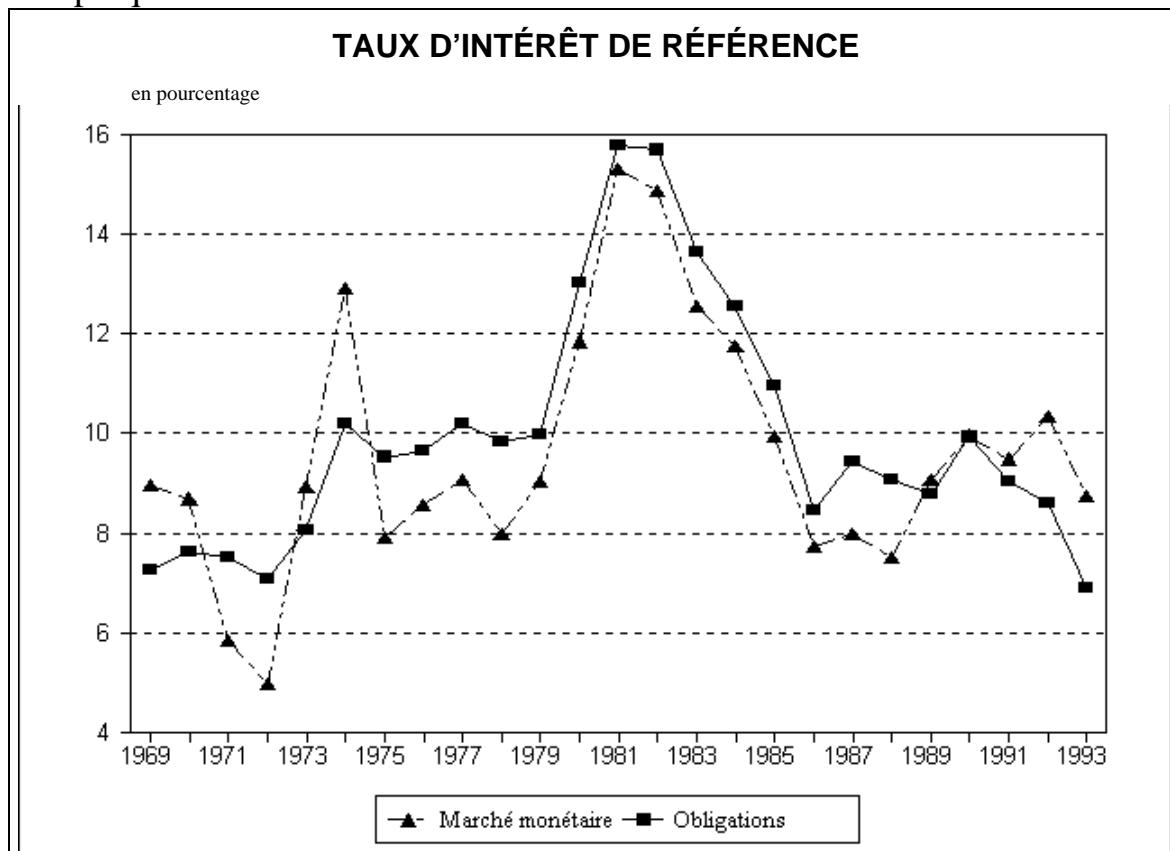
Graphique 14



<sup>1</sup> Utilisant une méthodologie voisine, une étude de la Commission bancaire (1990) aboutit à des conclusions comparables aux nôtres.

<sup>2</sup> L'année 1972 a été retenue comme point de départ de cette analyse pour des raisons de disponibilité de données détaillées sur les comptes de résultat.

Graphique 15



Quant à l'effet de structure, il est largement lié au processus de marchéisation des bilans bancaires qui s'est traduit par une sensibilité accrue des résultats des banques aux variations des taux d'intérêt directeurs au cours de la période récente. Une étude de la Banque de France (1994) montre ainsi que les opérations bancaires à taux variable ont désormais un poids important, cette proportion étant légèrement plus élevée au passif qu'à l'actif.

### 5.3. Le renchérissement des ressources bancaires

Les transformations enregistrées dans la structure des passifs bancaires ont amené une hausse du coût des ressources. Celle-ci est liée à la diminution de la part des dépôts à vue — qui est passée de 95,9 % à 30,8 % des ressources clientèle de 1950 à 1993 (tableau 13) — et à l'augmentation corrélative de la proportion du passif rémunérée, qu'il s'agisse des comptes d'épargne, des comptes à terme et, plus récemment, des obligations et des certificats de dépôt.

Tableau 13

<b>STRUCTURE DES RESSOURCES CLIENTÈLE EN FONCTION DES MODES DE RÉMUNÉRATION</b>						
	(en pourcentage du total)					
	1950	1960	1970	1980	1990	1993
Ressources non rémunérées :						
dépôts à vue.....	95,9	85,1	63,9	55,1	37,5	30,8
Ressources à taux réglementés :						
comptes d'épargne à régime spécial.....	0,0	0,0	10,1	10,8	9,2	8,2
Ressources à taux de marché :						
obligations.....	0,0	0,3	0,9	4,8	16,7	14,9
autres titres négociables .....	0,0	0,0	1,0	0,8	24,7	36,5
Autres ressources rémunérées :						
comptes à terme et bons de caisse.....	4,1	14,6	24,1	28,5	11,9	9,6
Total .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source : D'après les données de la Commission bancaire

Cette évolution défavorable de la structure des ressources bancaires résulte du changement de comportements des agents économiques, qui ont partiellement délaissé les dépôts bancaires traditionnels au profit de placements plus rémunérateurs et aussi liquides, principalement les parts d'OPCVM.

Le rôle important joué par le renchérissement des ressources dans le pincement des marges bancaires est illustré par l'évolution des taux d'intérêt apparents, décrite par le tableau 14. Pour les opérations avec la clientèle comme pour les opérations interbancaires, les marges se sont sensiblement dégradées à la suite d'une hausse du coût moyen des ressources empruntées.

Tableau 14

<b>RENDEMENT DES EMPLOIS ET COÛT DES RESSOURCES</b>					
<b>Taux d'intérêt moyens apparents</b>					
	(en pourcentage des encours)				
	1972	1978	1983	1988	1993
<b>Opérations avec la clientèle</b>					
Rendement moyen des crédits.....	8,7	11,1	13,1	10,2	10,2
Coût moyen des dépôts.....	3,0	4,9	6,4	4,4	6,5
Marges .....	5,7	6,2	6,7	5,8	3,7
<b>Opérations interbancaires</b>					
Rendement moyen des prêts.....	5,3	6,3	9,2	7,3	7,7
Coût moyen des emprunts.....	4,6	6,2	9,0	7,4	7,9
Marges .....	0,7	0,1	0,2	-0,1	-0,2
<b>Intérêts sur obligations.....</b>	<b>5,7</b>	<b>9,1</b>	<b>11,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>
<b>Ensemble des opérations</b>					
(A) Rendement moyen des emplois.....	6,0	7,6	9,8	7,9	7,0
(B) Coût moyen des ressources.....	3,5	5,1	7,4	5,6	5,9
Marge globale d'intermédiation (A) – (B).....	2,5	2,4	2,4	2,3	1,1

Source : Taux apparents calculés à partir des données de la Commission bancaire

#### ***5.4. Intensification de la concurrence et risques de surcapacité***

Toutefois, les effets de taux d'intérêt et de structure d'activité ne suffisent pas à expliquer la baisse de la marge d'intermédiation depuis 1986, puisque les marges simulées à taux d'intérêt et à structures de bilan constantes sont elles-mêmes orientées à la baisse.

On est ainsi conduit à considérer que l'érosion récente des marges bancaires est également due à d'autres facteurs. Il y a certainement des causes conjoncturelles, et donc passagères, à cette dégradation des résultats. Ainsi, les encours de crédits à la clientèle exprimés en francs constants ont-ils diminué de près de 5 % de 1990 à 1993. Cette évolution est sans doute largement imputable à la mauvaise conjoncture économique : l'économie française a connu en 1992-1993, en effet, la récession la plus profonde de l'après-guerre.

On peut néanmoins se demander s'il n'y a pas également des causes plus structurelles à l'érosion de la rentabilité bancaire, au premier rang desquelles il faudrait mettre le renforcement de la concurrence (Nouy, 1993). La déréglementation financière des années quatre-vingt a largement contribué à intensifier la concurrence, par deux voies différentes (Maarek, 1995). D'une part, en ouvrant les marchés bancaires à de nouveaux entrants, banques étrangères et non-banques ; et d'autre part, en favorisant la création de substituts aux produits d'épargne et de financement traditionnels des banques. S'agissant des financements, il apparaît — comme le suggère le tableau 15 — que la part des crédits bancaires dans les financements totaux a fortement diminué, notamment depuis le début des années quatre-vingt.

Tableau 15

<b>TAUX D'INTERMÉDIATION DES FINANCEMENTS (a)</b>								
	(en termes d'encours)							
Crédits bancaires en pourcentage du total des financements (b)	1960	1970	1975	1980	1985	1990	1992	1993
Établissements de crédit.....	68,3	49,9	55,8	47,6	45,7	44,2	42,2	38,2
Banques AFB .....	32,2	18,7	20,3	19,5	18,4	18,3	17,0	14,7

(a) Intermédiation *stricto sensu*, ou « demandée » selon la terminologie du Conseil national du crédit  
(b) Total des financements au sens de la Banque de France : titres émis par les agents non financiers sur les marchés domestiques et internationaux + crédits reçus par les agents non financiers

Sources : D'après les données de la Commission bancaire – D'après la base de données Mefisto

La libéralisation financière — qui s'est traduite en Europe par la création du marché unique des capitaux en 1990 — a également favorisé la restructuration de l'industrie bancaire et financière. On peut penser que tous les effets de cette restructuration, et notamment les économies d'échelle, ne se sont pas encore fait pleinement sentir. L'industrie bancaire serait ainsi en situation de surcapacité depuis quelques années. Pour préserver leurs parts de marché, les banques — dont les prix sont la principale arme — sont incitées à vendre au coût marginal. Et comme la banque est une industrie à forts coûts fixes, il en est résulté une dynamique de réduction des marges et de baisse de la rentabilité.

Les banques AFB ont profondément évolué depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Deux grandes étapes peuvent être discernées dans cette transformation. C'est, en premier lieu, la phase de bancarisation, qui a été particulièrement intense au cours des années soixante et soixante-dix. Le réseau AFB a mis en place un appareil de production très développé, dont l'efficacité n'a cessé de s'accroître à la suite de gains de productivité permanents. Puis, ce fut la phase de déréglementation et de désintermédiation des années quatre-vingt qui a remis en cause le mode de fonctionnement traditionnel des banques. Les banques AFB ont été fragilisées par les transformations de leur environnement. Mais

elles ont commencé à redéployer leur activité et sont actuellement engagées dans une phase de restructuration, ainsi que l'ensemble des systèmes bancaires français et européen.

Par ailleurs, l'analyse des banques AFB sur une longue période a révélé que l'évolution de l'activité bancaire obéit à une triple logique : industrielle, financière et réglementaire. *Industrielle*, parce que les banques sont des entreprises dont l'objectif premier est, plus encore aujourd'hui qu'hier, d'optimiser les résultats du compte d'exploitation, étant donné l'environnement qui s'impose à elles. *Financière*, car les banques sont immergées, d'une manière croissante, dans un système financier global dont elles sont un des rouages. *Réglementaire*, enfin, car leur rôle stratégique et leur situation particulière dans l'économie font que les banques sont les agents productifs les plus réglementés et que les grandes mutations bancaires ont été associées, comme on l'a vu, à des vagues successives de réglementation et de déréglementation.

## Bibliographie

Banque de France (1994), Rapport du groupe de travail sur « La sensibilité des bilans bancaires aux modifications des taux de référence », publié dans le *Rapport annuel 1993 du Conseil national du crédit*.

Conseil national du crédit (1990), « La mesure de la productivité dans les établissements de crédit », juin 1990.

Commission bancaire (1990), « L'effet des fluctuations de taux bancaires et de structures d'activité sur les marges des banques AFB, de 1978 à 1989 », *Études et analyses comparatives*, « Les résultats des établissements de crédit et des maisons de titres en 1989 ».

Dietsch M. (1990), « Coûts et concurrence dans l'industrie bancaire », *Rapport pour le Conseil national du crédit et l'Association française des banques*.

Dubois P. (1980), « La rupture de 1974 », *Économie et Statistique*.

Lévy - Garboua L. et V. (1972), « Les coûts opératoires des banques françaises : une étude statistique », *Revue d'économie politique*, mars 1972.

Maarek G. (1995), « Désréglementation et cycle bancaire à l'étranger », *Banque*, février 1995.

Nouy D. (1993), « La rentabilité des banques françaises », *Revue d'économie financière*, hiver 1993-1994.

Patat J.-P. et Lutfalla M. (1986), *Histoire monétaire de la France au XX<sup>e</sup> siècle*, Economica.

Sassenou (1992), « Économies de coûts dans les banques et les caisses d'épargne, impact de la taille et de la variété de produits », *Revue économique*, mars 1992.

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES

Enquête annuelle nationale à fin décembre 1994

La présente étude met principalement en évidence les effets de la détérioration des marchés financiers sur les portefeuilles des différents agents économiques au cours de l'année 1994. On constate par ailleurs, comme les années précédentes, qu'en dépit d'une meilleure diffusion des valeurs mobilières, la concentration des portefeuilles reste forte puisque plus de la moitié de l'encours global des titres (56 %) se trouvent encore logés dans environ 10 % des comptes des établissements dépositaires de titres participant à l'enquête<sup>1</sup>.

Comme les précédentes, cette enquête a fait appel au volontariat des participants ; la Banque de France remercie les établissements qui, malgré les sujétions matérielles qui leur sont imposées, acceptent de collaborer à ces travaux dont les résultats intéressent toute la collectivité financière.

---

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 principales banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, les caisses d'épargne et La Poste, à l'exclusion du portefeuille-titres propre de ces établissements

Les résultats de cette enquête annuelle, qui porte sur la situation à fin décembre 1994, sont basés sur l'exploitation des données relatives aux portefeuilles de la clientèle des principaux établissements dépositaires de titres<sup>1</sup>. Ils couvrent 61 % des actions françaises cotées, 80 % des obligations françaises et plus de 75 % des titres d'OPCVM. Ils complètent l'étude portant sur le dernier trimestre et sur l'ensemble de l'année 1994, élaborée à partir d'un échantillon légèrement plus réduit d'établissements, qui est disponible depuis le mois de juin 1995 (cette étude a été publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 18 de juin 1995).

*La première partie* de la présente enquête concerne, comme l'enquête trimestrielle, l'évolution des portefeuilles par catégorie de titres et groupes de détenteurs.

*La seconde partie* apporte des informations qui ne sont disponibles qu'annuellement sur la diffusion des valeurs mobilières parmi les personnes physiques : selon le montant du portefeuille, l'âge et la catégorie socio-professionnelle du détenteur.

Ces informations autorisent une analyse plus fine, en permettant d'une part de différencier les établissements où sont déposés les titres, et d'autre part de croiser les informations par catégories socio-professionnelles, par tranches d'âge et par tranches de montant de portefeuille avec celles relatives aux capitaux investis dans les différentes valeurs.

## 1. Évolution des portefeuilles par catégories de titres et groupes de détenteurs

REPRÉSENTATIVITÉ DES ACTIONS FRANÇAISES COTÉES ET DES OBLIGATIONS FRANÇAISES DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE			
	(en pourcentage)		
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière
	1993	1994	1994
Actions françaises cotées.....	33,9	33,6	39,7
Obligations françaises.....	66,1	66,4	60,3
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 30 août 1995

La comparaison de la valeur des portefeuilles recensés avec le montant de la capitalisation boursière correspondante montre que, comme les années précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est de l'ordre de 6 points.

<sup>1</sup> Les principales banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, les caisses d'épargne et La Poste, à l'exclusion du portefeuille-titres propre de ces établissements

<b>COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	1993	1994
PAR RAPPORT A LA CAPITALISATION BOURSIERE (PARIS)		
Actions françaises.....	61,3	61,4
Obligations françaises.....	83,7	79,8
PAR RAPPORT A L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	75,3	75,5
dont : OPCVM court terme.....	81,1	82,4
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82	Mise à jour le 30 août 1995	

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin décembre 1994 s'est améliorée pour les titres d'OPCVM monétaires, dont le taux de couverture a progressé de 1,3 point par rapport à la fin de l'année précédente.

La représentativité de l'échantillon s'est, à l'inverse, réduite pour les obligations françaises (– 3,9 points).

### **1.1. Évolution des portefeuilles selon les catégories de valeurs**

*L'évolution des portefeuilles des agents économiques au cours de l'année 1994, telle qu'elle ressort de l'enquête annuelle, reflète la détérioration des marchés financiers intervenue après une année de forte expansion.*

*Le ralentissement de la baisse des taux courts et la remontée des taux longs dans le sillage de la rechute du marché obligataire américain, auxquels il faut ajouter, au premier semestre, les résultats insuffisants affichés par les sociétés, ont été à l'origine du repli des cours des actions et des obligations.*

*Ces évolutions se sont répercutées négativement sur les performances des titres d'OPCVM à long terme<sup>1</sup>. L'année 1994 a été marquée par un désengagement important des ménages français vis-à-vis des OPCVM obligataires principalement.*

*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.*

<sup>1</sup> Selon Europerformance

## ÉVOLUTION DES ENCOURS ET DE LA STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES

*(encours en millions de francs)*

	1993	1994	Variations	Structures	
			(en pourcentage)	1993	1994
	1994/1993				
ACTIONS .....	1 991 727	1 832 798	- 8,0		
– françaises cotées .....	1 649 781	1 483 976	- 10,1	21,4	20,6
– françaises non cotées.....	98 744	105 561	6,9	1,3	1,5
– étrangères.....	243 202	243 261	0,0	3,2	3,4
OBLIGATIONS.....	3 536 579	3 299 574	- 6,7		
– françaises.....	3 221 316	2 926 333	-9,2	41,7	40,6
– étrangères.....	315 263	373 241	18,4	4,1	5,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 151 794	2 020 411	- 6,1		
– OPCVM monétaires.....	1 011 053	957 377	-5,3	13,1	13,3
– OPCVM obligataires					
titres de créances.....	592 998	518 317	-12,6	7,7	7,2
– OPCVM actions.....	182 956	172 129	-5,9	2,4	2,4
– OPCVM diversifiés.....	57 441	69 092	20,3	0,7	1,0
– OPCVM garantis .....	57 623	47 742	-17,1	0,7	0,7
Autres titres d'OPCVM.....	249 723	255 754			
– OPCVM monétaires.....	78 757	90 943	15,5	1,0	1,3
– autres titres d'OPCVM .....	170 966	164 811	-3,6	2,2	2,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS..	36 161	46 307	28,1	0,5	0,6
<b>TOTAL.....</b>	<b>7 716 261</b>	<b>7 199 090</b>	<b>-6,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse de l'année (évaluation fraction courue du coupon compris, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un faible montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent en dépôt au siège des sociétés.

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

Mise à jour le 30 août 1995

L'encours total des portefeuilles a diminué en 1994 de 6,7 %, alors qu'il avait progressé d'environ 20,0 % l'année précédente (- 10,0 % pour les actions françaises cotées, - 9,0 % pour les obligations françaises et - 5,0 % pour les titres d'OPCVM).

Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions et d'obligations ont augmenté d'environ 7 % et 6 %. Le volume des acquisitions semble donc avoir été significatif.

Ces évolutions ont peu modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était en décembre 1993. La part des obligations françaises s'est réduite d'un point au profit des obligations étrangères.

**ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE,  
DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES  
DE L'ENQUÊTE-TITRES**

(montant en milliards de francs)

	Capitalisation boursière (a)		Variations (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)
	1993	1994	1994/1993	1994/1993	1994/1993
Actions françaises cotées.....	2 692	2 415	- 10,3	- 17,0	- 10,1
Obligations françaises.....	3 850	3 669	- 4,7	- 15,3	- 9,2
Titres d'OPCVM français (c).....	2 856	2 676	- 6,3	—	- 6,1
– OPCVM monétaires.....	1 344	1 272	- 5,4	—	- 5,3
Valeurs étrangères .....	—	—	—	—	11,5

(a) Source COB

(b) Indice INSEE pour les actions françaises cotées et les valeurs étrangères, indice Crédit lyonnais pour les obligations

(c) Actif net des OPCVM

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

L'évolution de la valeur des portefeuilles, pendant la période considérée, résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes<sup>1</sup>.

En 1994, on observe que l'évolution de l'enquête-titres est très proche de celle de la capitalisation boursière pour les *actions cotées* (- 10,1 %, contre - 10,3 %). Pour les obligations françaises, en revanche, l'écart atteint 4,5 points (- 9,2 %, contre - 4,7 %).

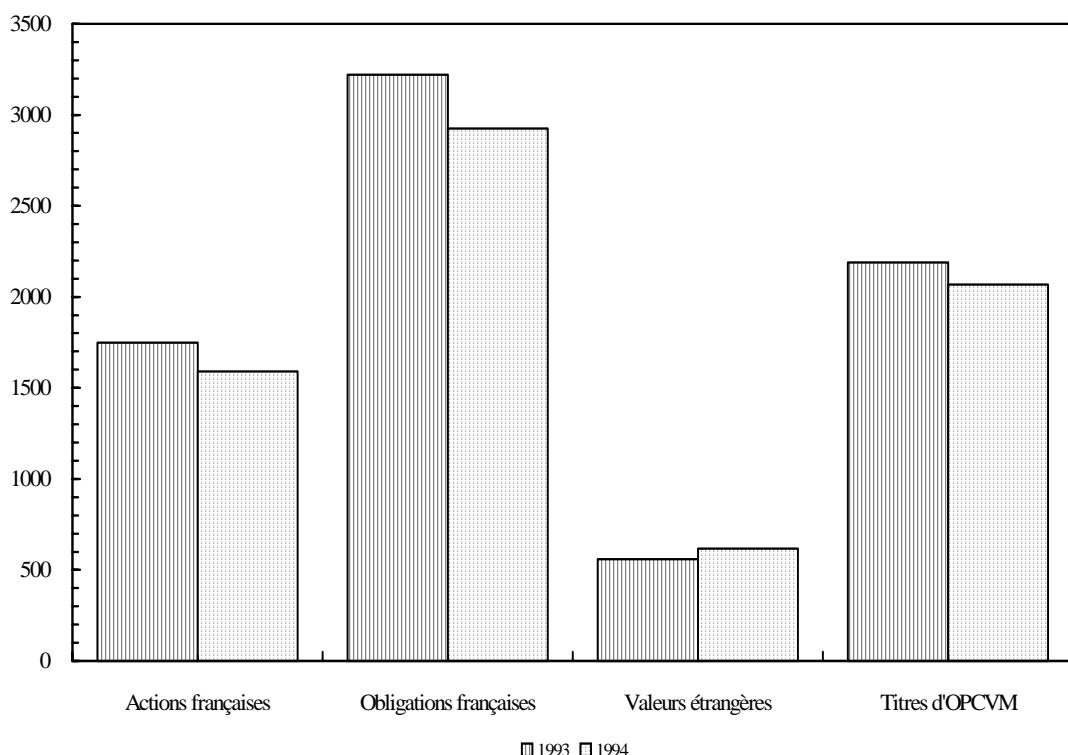
La diminution des *titres d'OPCVM* dans l'enquête est du même ordre que celle de l'actif net de ces organismes<sup>2</sup> (environ 6 % et 5 % pour les *titres d'OPCVM monétaires*).

<sup>1</sup> Souscriptions + achats – ventes, pour les actions  
Souscriptions + achats – ventes – recouvrements, pour les obligations  
Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

<sup>2</sup> Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

## 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 30 août 1995

### 1.2. Répartition des portefeuilles selon les groupes de détenteurs

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

À fin 1994, la diminution globale des portefeuilles gérés par les établissements participant à l'enquête (- 6,7 % par rapport à fin 1993) recouvre des évolutions très contrastées selon les différents secteurs.

Le *portefeuille des ménages*, qui détiennent près de 30 % des valeurs de l'enquête, a diminué de 11 %. La contraction la plus importante a concerné les titres d'OPCVM français, dans des proportions semblables pour les titres monétaires et les titres à long terme (environ 15 %).

L'augmentation en volume du portefeuille d'actions des particuliers (6 % environ) est liée essentiellement aux privatisations (Elf Aquitaine, UAP et Renault). En volume également, les portefeuilles d'obligations ont progressé de 7 %.

Le *portefeuille des sociétés* (14 % des valeurs de l'enquête) a augmenté de 2,4 %, notamment grâce aux acquisitions d'obligations (plus de 20 % d'acquisitions nettes). Les portefeuilles en titres d'OPCVM monétaires ont également progressé, de près de 5 %.

Le portefeuille des *entreprises d'assurance et des caisses de retraite* (21,9 % des valeurs de l'enquête) a augmenté de 3,4 % en dépit du contexte boursier défavorable. Les obligations étrangères ont contribué à hauteur de 3 % à cette évolution.

Le portefeuille des *associations et groupements divers*, qui rassemble 1,8 % des valeurs de l'enquête, s'est accru de 3,1 % ; les titres d'OPCVM français ont contribué à hauteur de 2,2 % à cette évolution.

Au cours de l'année 1994, le portefeuille des *administrations publiques* (2 % des valeurs de l'enquête) a diminué de 23,6 %. La composante actions cotées a subi la plus forte baisse (- 32 %).

Les *non-résidents* (12,8 % des valeurs de l'enquête) ont sensiblement allégé leur position en obligations françaises (- 34 %). Au total, l'encours global de ce secteur en valeurs mobilières a perdu près de 18 % de sa valeur.

Par rapport à l'année 1993, l'encours total du portefeuille des *OPCVM* (18,2 % des valeurs de l'enquête), s'est réduit de 9,0 % (respectivement - 13,4 % et - 6,8 % pour les obligations et les actions françaises).

	<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>							
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers (a)	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
ACTIONS .....	439 822	400 137	373 531	330 928	182 816	175 657	10 912	10 325
– françaises cotées .....	353 474	314 726	275 199	235 845	155 444	153 879	8 844	8 188
– françaises non cotées .....	30 542	33 107	43 375	38 271	1 620	1 010	734	788
– étrangères .....	55 806	52 304	54 957	56 812	25 752	20 768	1 334	1 349
OBLIGATIONS.....	543 913	500 749	156 095	210 705	960 304	1 005 410	29 575	31 086
– françaises .....	530 369	488 013	139 566	191 871	882 498	884 304	28 503	29 891
– étrangères .....	13 544	12 736	16 529	18 834	77 806	121 106	1 072	1 195
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	1 213 986	1 045 561	350 493	358 671	260 606	269 002	74 914	77 438
– OPCVM monétaires .....	485 935	412 034	266 122	279 791	77 552	76 855	54 316	54 213
– OPCVM obligataires et titres de créances.....	468 636	399 120	38 998	31 926	44 974	46 152	12 845	12 004
– OPCVM actions.....	145 072	128 688	5 568	6 375	27 225	28 834	841	1 329
– OPCVM diversifiés.....	26 032	27 219	5 705	9 437	22 785	23 295	445	1 460
– OPCVM garantis.....	53 731	43 844	773	1 917	834	434	90	256
Autres titres d'OPCVM .....	34 580	34 656	33 327	29 225	87 236	93 432	6 377	8 176
– OPCVM monétaires .....	8 287	8 685	14 393	14 476	24 558	28 620	2 659	4 946
– autres titres d'OPCVM.....	26 293	25 971	18 934	14 749	62 678	64 812	3 718	3 230
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS....	22 946	29 850	4 407	5 571	2 336	3 275	153	245
<b>TOTAL.....</b>	<b>2 220 667</b>	<b>1 976 297</b>	<b>884 526</b>	<b>905 875</b>	<b>1 406 062</b>	<b>1 453 344</b>	<b>115 554</b>	<b>119 094</b>

(a) Administrations privées dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la comptabilité nationale

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

**ENQUÊTES**  
**La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres**

	<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>							
	(en millions de francs aux cours de bourse de fin d'année)							
	Administrations publiques		Non-résidents		Établissements de crédit et assimilés (a)		OPCVM	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
ACTIONS.....	104 338	70 940	454 418	438 045	157 265	150 605	268 625	256 161
– françaises cotées .....	104 147	70 784	436 353	420 010	113 780	91 805	202 540	188 739
– françaises non cotées .....	33	7	1 245	1 677	17 813	27 611	3 382	3 090
– étrangères .....	158	149	16 820	16 358	25 672	31 189	62 703	64 332
OBLIGATIONS.....	37 885	31 021	561 179	396 312	274 790	266 507	972 838	857 784
– françaises .....	36 652	29 638	503 526	330 437	204 393	196 813	895 809	775 366
– étrangères .....	1 233	1 383	57 653	65 875	70 397	69 694	77 029	82 418
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	27 456	27 624	18 403	17 754	122 302	134 346	83 634	90 015
– OPCVM monétaires.....	10 364	11 037	8 237	8 709	62 479	64 975	46 048	49 763
– OPCVM obligataires et titres de créances.....	2 868	2 552	6 362	3 316	13 552	17 784	4 763	5 463
– OPCVM actions.....	516	971	1 020	1 055	362	1 738	2 352	3 139
– OPCVM diversifiés .....	338	820	615	874	1 025	4 766	496	1 221
– OPCVM garantis .....	501	799	39	74	353	80	1 302	338
Autres titres d'OPCVM.....	12 869	11 445	2 130	3 726	44 531	45 003	28 673	30 091
– OPCVM monétaires.....	7 363	6 752	625	1 011	3 068	2 999	17 804	23 454
– autres titres d'OPCVM.....	5 506	4 693	1 505	2 715	41 463	42 004	10 869	6 637
TITRES D'OPCVM ETRANGERS...	5	2	1 330	1 352	3 654	2 895	1 330	3 117
<b>TOTAL.....</b>	<b>169 684</b>	<b>129 587</b>	<b>1 035 330</b>	<b>853 463</b>	<b>558 011</b>	<b>554 353</b>	<b>1 326 427</b>	<b>1 207 077</b>

(a) Intermédiaires financiers, en principe résidents, qui n'assurent pas eux-mêmes la conservation des titres de leurs clients.

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

Mise à jour le 30 août 1995

**1.2.2. Répartition par groupes de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit**

Le tableau suivant montre comment se répartissaient, en 1994, les diverses catégories de valeurs mobilières entre les secteurs de l'économie (hors établissements de crédit).

<b>RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>						
	(en pourcentage)					
	Actions		françaises cotées		françaises non cotées	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Ménages .....	23,0	22,6	37,7	42,5	25,7	24,7
Sociétés.....	17,9	16,9	53,6	49,1	25,3	26,8
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	10,1	11,1	2,0	1,3	11,8	9,8
Associations et groupement divers (a).....	0,6	0,6	0,9	1,0	0,6	0,6
Administrations publiques....	6,8	5,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Non-résidents.....	28,4	30,2	1,5	2,2	7,7	7,7
OPCVM.....	13,2	13,6	4,2	4,0	28,8	30,3
<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>
(hors établissements de crédit)						
	Titres d'OPCVM					
	OPCVM français		dont monétaires		étrangers	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Ménages .....	59,8	55,4	48,3	42,9	70,6	68,8
Sociétés.....	17,3	19,0	27,4	30,0	13,6	12,8
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	12,8	14,3	10,0	10,8	7,2	7,5
Associations et groupement divers (a).....	3,7	4,1	5,6	6,0	0,5	0,6
Administrations publiques....	1,4	1,5	1,7	1,8	0,0	0,0
Non-résidents.....	0,9	0,9	0,9	1,0	4,1	3,1
OPCVM.....	4,1	4,8	6,2	7,5	4,1	7,2
<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>
(hors établissements de crédit)						
(a) « Administrations privées » dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la comptabilité nationale						
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 30 août 1995			

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

(en pourcentage)

	Obligations				Total	
	françaises		étrangères		1993	1994
	1993	1994	1993	1994		
Ménages.....	17,6	17,9	5,5	4,2	31,0	29,7
Sociétés.....	4,6	7,0	6,8	6,2	12,4	13,6
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	29,3	32,4	31,8	39,9	19,6	21,9
Associations et groupements divers (a).....	0,9	1,1	0,4	0,4	1,6	1,8
Administrations publiques....	1,2	1,1	0,5	0,5	2,4	2,0
Non-résidents.....	16,7	12,1	23,5	21,7	14,5	12,8
OPCVM.....	29,7	28,4	31,5	27,2	18,5	18,2
<b>TOTAL.....</b> (hors établissements de crédit)	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) « Administrations privées » dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la comptabilité nationale

L'importance relative des portefeuilles détenus par les ménages et les non-résidents a fléchi de 1,3 point et 1,7 point entre 1993 et 1994, alors que celle des entreprises d'assurance et des caisses de retraite a progressé de 2,3 points.

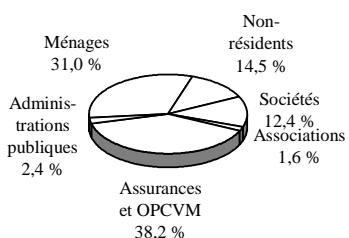
Selon cette étude, les non-résidents détiennent environ 30 % des *actions françaises cotées* du sous-ensemble analysé (soit 1,8 point de plus qu'à fin décembre 1993) ; les ménages, deuxième détenteur d'actions cotées, en détiennent 22,6 %.

Les *obligations françaises* du sous-ensemble sont détenues majoritairement par les entreprises d'assurance et les caisses de retraite (32,4 %) et les OPCVM (28,4 %).

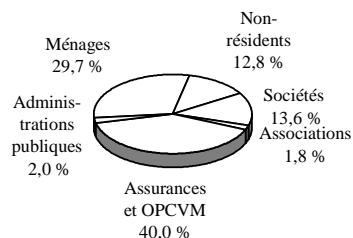
Selon le tableau précédent, 43 % des *titres d'OPCVM monétaires* sont détenus par les ménages (contre 48 % à fin décembre 1993). Les sociétés, qui arrivent en deuxième position, possèdent 30 % de ces valeurs, soit une augmentation de 2,6 points par rapport à l'année précédente.

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

1993  
Enquête annuelle



1994  
Enquête annuelle



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

Mise à jour le 30 août 1995

**1.3. La composition des portefeuilles par groupes de détenteurs**

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE DÉTENTEURS</b>								
(en millions de francs aux cours de bourse de fin d'année)								
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers (a)	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
<b>ACTIONS</b>								
– françaises cotées .....	15,9	15,9	31,1	26,0	11,1	10,6	7,7	6,9
– françaises non cotées .....	1,4	1,7	4,9	4,2	0,1	0,1	0,6	0,7
– étrangères .....	2,5	2,6	6,2	6,3	1,8	1,4	1,2	1,1
<b>OBLIGATIONS</b>								
– françaises .....	23,9	24,7	15,8	21,2	62,8	60,8	24,7	25,1
– étrangères .....	0,6	0,6	1,9	2,1	5,5	8,3	0,9	1,0
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>								
– OPCVM monétaires .....	21,9	20,8	30,1	30,9	5,5	5,3	47,0	45,5
– OPCVM obligataires et titres de créances.....	21,1	20,2	4,4	3,5	3,2	3,2	11,1	10,1
– OPCVM actions.....	6,5	6,5	0,6	0,7	1,9	2,0	0,7	1,1
– OPCVM diversifiés.....	1,2	1,4	0,6	1,0	1,6	1,6	0,4	1,2
– OPCVM garantis.....	2,4	2,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>								
– OPCVM monétaires .....	0,4	0,4	1,6	1,6	1,7	2,0	2,3	4,2
– autres titres d'OPCVM.....	1,2	1,3	2,1	1,6	4,5	4,5	3,2	2,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS....</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Administrations privées dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la comptabilité nationale

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

Mise à jour le 30 août 1995

## STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE DÉTENTEURS

*(en millions de francs aux cours de bourse de fin d'année)*

	Administrations publiques		Non-résidents		OPCVM		Établissements de crédit	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
<b>ACTIONS</b>								
– françaises cotées .....	61,4	54,6	42,1	49,2	15,3	15,6	20,4	16,6
– françaises non cotées .....	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	3,2	5,0
– étrangères .....	0,1	0,1	1,6	1,9	4,7	5,3	4,6	5,6
<b>OBLIGATIONS</b>								
– françaises .....	21,6	22,9	48,6	38,7	67,5	64,2	36,6	35,5
– étrangères .....	0,7	1,1	5,6	7,7	5,8	6,8	12,6	12,6
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>								
– OPCVM monétaires.....	6,1	8,5	0,8	1,0	3,5	4,1	11,2	11,7
– OPCVM obligataires et titres de créances.....	1,7	2,0	0,6	0,4	0,4	0,5	2,4	3,2
– OPCVM actions.....	0,3	0,7	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,3
– OPCVM diversifiés .....	0,2	0,6	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,9
– OPCVM garantis .....	0,3	0,6	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>								
– OPCVM monétaires.....	4,3	5,2	0,1	0,1	1,3	1,9	0,5	0,5
– autres titres d'OPCVM.....	3,2	3,6	0,1	0,3	0,8	0,5	7,4	7,6
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...</b>								
<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>

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

Mise à jour le 30 août 1995

On observe dans le tableau ci-dessus des modifications sensibles dans la structure des portefeuilles des différents secteurs. Les variations les plus importantes concernent les portefeuilles :

- des *ménages*, dont la part relative en titres d'OPCVM français a perdu près de 2 points en un an,
- des *sociétés*, dont la part relative en actions cotées a perdu plus de 5 points au bénéfice des obligations françaises (+ 5,4 points),
- des *non-résidents*, dont la part relative en actions françaises cotées a progressé de 7,1 points au détriment de celle des obligations françaises (– 9,9 points),
- des *OPCVM* enfin, dont la part relative en obligations françaises a perdu plus de 3 points au profit notamment des valeurs étrangères (+ 1,6 point).

**1.4. Structure des portefeuilles des sociétés et des ménages  
dans les banques d'affaires ou de portefeuilles<sup>1</sup>,  
dans les trois grandes banques et dans les autres établissements**

Les tableaux ci-après permettent de mettre en évidence certaines particularités dans la composition des portefeuilles des ménages et des sociétés selon le type d'organisme dépositaire.

<b>PORTEFEUILLE DES MÉNAGES</b>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994
<b>ACTIONS</b>						
– françaises cotées.....	35,4	34,4	19,8	19,5	11,0	11,5
– françaises non cotées.....	0,3	0,5	0,1	0,1	2,3	2,8
– étrangères .....	8,2	8,7	3,2	3,3	1,3	1,5
<b>OBLIGATIONS</b>						
– françaises .....	10,9	10,8	22,7	22,9	26,3	27,5
– étrangères .....	0,8	0,9	0,4	0,3	0,7	0,8
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>						
– OPCVM monétaires.....	19,7	22,5	18,7	18,3	24,1	22,1
– OPCVM obligataires et titres de créances.....	15,3	11,5	23,0	22,5	20,8	20,0
– OPCVM actions.....	5,4	5,5	7,4	7,1	6,2	6,3
– OPCVM diversifiés.....	1,4	1,7	1,2	1,3	1,1	1,4
– OPCVM garantis.....	0,3	0,6	0,9	1,3	3,6	3,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>						
– OPCVM monétaires.....	0,0	0,1	0,1	0,3	0,6	0,5
– autres titres d'OPCVM.....	0,7	0,6	0,3	0,8	1,8	1,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS....</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</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>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						Mise à jour le 30 août 1995

Les titres d'OPCVM français sont majoritaires dans le portefeuille des *ménages* quel que soit l'établissement gestionnaire (entre 43 % et 55 %), mais la part relative des OPCVM monétaires a baissé dans les trois grandes banques, et plus encore chez les autres établissements, au profit des obligations françaises (+ 1,2 point).

<sup>1</sup> Le concept « banques d'affaires ou de portefeuilles » fait référence à la classification par groupes homogènes de la Commission bancaire.

<b>PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS</b>					
(en pourcentage)					
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements
	1993	1994	1993	1994	1993
<b>ACTIONS</b>					1994
– françaises cotées .....	50,4	44,1	34,6	32,5	13,1
– françaises non cotées .....	10,7	11,0	3,9	1,8	0,7
– étrangères.....	11,2	12,6	6,2	6,6	2,1
<b>OBLIGATIONS</b>					
– françaises .....	10,9	15,3	6,8	6,6	25,4
– étrangères .....	0,6	0,9	1,4	1,9	3,2
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>					
– OPCVM monétaires .....	11,6	10,4	37,4	40,2	40,8
– OPCVM obligataires et titres de créances.....	2,4	1,2	5,7	4,7	5,2
– OPCVM actions.....	0,2	0,4	1,8	1,8	0,2
– OPCVM diversifiés .....	0,6	0,9	0,5	1,0	0,8
– OPCVM garantis .....	–	0,0	0,0	0,3	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
– OPCVM monétaires .....	0,1	0,2	0,1	0,9	3,9
– autres titres d'OPCVM.....	1,0	2,5	0,1	0,8	4,4
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...</b>					
	0,2	0,5	1,3	0,9	0,2
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 30 août 1995

Les titres d'OPCVM français dominent toujours les portefeuilles des sociétés des trois grandes banques et des autres établissements (49,7 % et 51,2 %). Leur part relative a même augmenté de plus de 4 points chez les trois grandes banques.

Par ailleurs, on observe une augmentation de la part d'obligations françaises chez les clients des banques d'affaires (+ 4,4 points) et des autres établissements (+ 7 points), au détriment, pour cette catégorie, des titres d'OPCVM français (− 4,3 points).

## 2. La clientèle des personnes physiques

### 2.1. Nombre de comptes-titres et compte-titres moyen

Le nombre de comptes-titres ouverts à des personnes physiques — clients des établissements informateurs de l'enquête-titres — s'est établi au 31 décembre 1994, selon l'enquête annuelle, à 14 099 662, contre 14 437 415 à la fin de l'année précédente, soit une diminution de 2,3 %. Il est intéressant de mettre en parallèle ces résultats avec ceux de l'enquête SOFRES de mars 1995 sur la détention de valeurs mobilières en France, réalisée à la demande de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et de la Société des bourses françaises-Bourse de Paris, dont il résultait que 10,5 millions de Français étaient détenteurs de valeurs mobilières (24 % de la population française âgée de 15 ans ou plus).

La diminution du nombre de comptes-titres est due probablement pour une large part à la fermeture de comptes-titres après la revente des actions achetées au moment des privatisations ou des obligations souscrites à l'occasion de l'émission du grand emprunt d'État. Le portefeuille moyen par compte-titres atteignait 140,2 milliers de francs à fin décembre 1994, contre 153,8 milliers de francs un an plus tôt (-8,8 %).

Rappelons que selon l'enquête PEA de la Banque de France, le nombre de PEA est resté stable en 1994 (environ 2,8 millions).

**2.2. Répartition par professions et catégories socio-professionnelles**

<b>VENTILATION DU NOMBRE DE COMPTES ET DE LA VALEUR DES PORTEFEUILLES (a)</b>							
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles					Total des portefeuilles
		Actions françaises	Obligations françaises (b)	Actions étrangères	Obligations étrangères	Titres d'OPCVM	
Agriculteurs							
- 1993 .....	4,9	2,6	7,3	2,2	4,1	4,0	4,8
- 1994 .....	4,4	2,4	6,1	1,5	3,0	3,5	4,1
Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (c)							
- 1993 .....	0,8	2,5	1,1	2,9	3,6	2,8	2,3
- 1994 .....	0,9	3,0	1,1	3,1	4,0	3,0	2,4
Artisans et petits commerçants							
- 1993 .....	4,4	3,5	4,5	1,8	2,9	4,7	4,4
- 1994 .....	4,0	3,4	3,9	1,9	2,7	4,3	4,0
Professions libérales							
- 1993 .....	2,3	4,6	2,2	5,6	2,7	3,9	3,5
- 1994 .....	2,1	4,6	2,0	5,5	2,6	3,8	3,4
Cadres supérieurs							
- 1993 .....	6,5	16,7	6,2	15,7	10,6	11,5	10,7
- 1994 .....	7,0	17,7	6,4	16,2	10,1	12,2	11,3
Professions intermédiaires (d)							
- 1993 .....	10,7	9,0	7,8	5,9	4,4	9,9	9,1
- 1994 .....	10,0	8,6	7,2	5,5	6,5	9,2	8,4
Salariés non cadres							
- 1993 .....	23,7	10,5	15,8	4,6	9,9	16,8	15,4
- 1994 .....	22,1	10,3	15,2	4,6	8,1	15,6	14,4
Personnes non actives							
- 1993 .....	46,1	49,2	54,7	56,7	44,4	44,6	48,4
- 1994 .....	48,9	48,5	57,8	57,7	40,9	46,8	50,6
Non-résidents							
- 1993 .....	0,6	1,5	0,5	4,8	17,5	1,6	1,4
- 1994 .....	0,6	1,4	0,4	4,0	22,1	1,5	1,3
<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>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 47 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.  
(b) Y compris titres participatifs  
(c) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans l'ancienne classification.  
(d) Correspond à « cadres moyens » dans l'ancienne classification.

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

Mise à jour le 30 août 1995

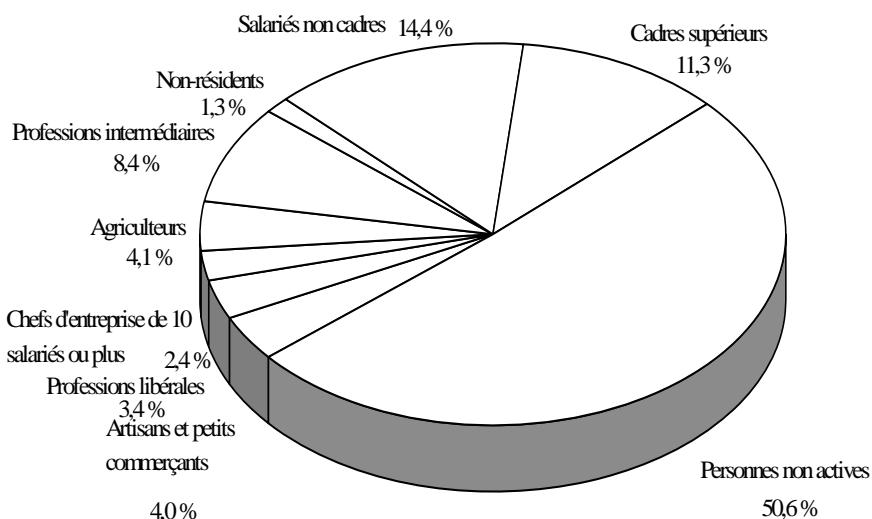
### 2.2.1. Répartition des portefeuilles par catégories de valeurs

On observe tout d'abord dans le tableau ci-dessus une diminution du nombre de comptes-titres des catégories les moins aisées au profit des personnes non actives (2,8 points).

Celles-ci restent, par ailleurs, de loin les plus gros détenteurs de valeurs mobilières et ce, quel que soit le type d'instrument considéré (50,6 % de l'ensemble des portefeuilles, contre 48,4 % à fin 1993). Les non-actifs ont, notamment, accru leur part d'obligations françaises (+ 3,1 points) et de titres d'OPCVM (+ 2,2 points), l'inverse étant observé pour les catégories les plus modestes.

La diffusion des diverses valeurs mobilières parmi les autres catégories socio-professionnelles est restée relativement stable par rapport à l'année précédente.

### RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR PROFESSIONS ET CATÉGORIES SOCIO-PROFESSIONNELLES EN 1994



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

Mise à jour le 30 août 1995

### 2.2.2. Structure des portefeuilles par catégories de valeurs

L'examen de la structure des portefeuilles des différentes catégories de ménages (voir tableau ci-dessous) montre que les avoirs en titres de huit des dix groupes considérés sont composés pour plus de la moitié de titres d'OPCVM (entre 57 % et 66 %). Les agriculteurs et les non-actifs, en 1994, font exception mais restent néanmoins proches, pour ces derniers, des 50 % (49,1 %).

Cette part a toutefois diminué pour toutes les catégories de ménages résidents (entre 2 points et 3 points), alors que celle des actions a progressé (jusqu'à 3 points pour les catégories les plus aisées).

Le sondage SOFRES déjà mentionné montre que 17 % de la population française, soit 7,3 millions d'individus, possèdent des titres d'OPCVM, ce qui représente une baisse de près de 10 % par rapport à mars 1994, date du précédent recensement.

Les résultats de l'enquête-titres et du sondage apparaissent donc très proches.

Les plus fortes variations des portefeuilles d'obligations ont concerné les salariés non cadres (+ 1,8 point) et les personnes non actives (+ 1,4 point).

### 2.2.3. Portefeuille moyen par catégorie socio-professionnelle

	COMPOSITION DES PORTEFEUILLES ET PORTEFEUILLES MOYENS (a)						(en pourcentage)
	Actions françaises	Obligations françaises (b)	Actions étrangères	Obligations étrangères	Titres d'OPCVM	Total des portefeuilles	
Agriculteurs							
– 1993 .....	6,8	44,7	1,1	0,3	47,0	100,0	0,97
– 1994 .....	8,1	44,8	1,0	0,3	45,9	100,0	0,93
Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (c)							
– 1993 .....	13,8	13,8	3,0	0,6	68,8	100,0	2,89
– 1994 .....	16,8	13,2	3,3	0,6	66,1	100,0	2,81
Artisans et petits commerçants							
– 1993 .....	9,8	29,7	1,0	0,3	59,3	100,0	1,01
– 1994 .....	11,9	29,7	1,3	0,3	56,9	100,0	1,00
Professions libérales							
– 1993 .....	16,2	18,1	3,8	0,3	61,5	100,0	1,56
– 1994 .....	18,7	17,6	4,1	0,3	59,3	100,0	1,60
Cadres supérieurs							
– 1993 .....	19,5	16,9	3,5	0,4	59,7	100,0	1,65
– 1994 .....	21,7	17,2	3,7	0,3	57,1	100,0	1,60
Professions intermédiaires (d)							
– 1993 .....	12,4	25,0	1,6	0,2	60,8	100,0	0,85
– 1994 .....	14,1	25,9	1,7	0,3	58,0	100,0	0,84
Salariés non cadres							
– 1993 .....	8,5	29,9	0,7	0,3	60,6	100,0	0,65
– 1994 .....	9,9	31,7	0,8	0,2	57,4	100,0	0,65
Personnes non actives							
– 1993 .....	12,7	33,0	2,8	0,4	51,1	100,0	1,05
– 1994 .....	13,2	34,4	2,9	0,3	49,1	100,0	1,03
Non-résidents							
– 1993 .....	13,1	9,8	8,1	5,0	64,0	100,0	2,37
– 1994 .....	14,7	9,6	7,9	6,5	61,3	100,0	2,37

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 47 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.  
(b) Y compris titres participatifs  
(c) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans l'ancienne classification.  
(d) Correspond à « cadres moyens » dans l'ancienne classification.

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

Mise à jour le 30 août 1995

On observe que l'importance relative du portefeuille moyen de chaque catégorie socio-professionnelle par rapport au portefeuille moyen de l'ensemble des personnes physiques (cf. 2.1.) est restée sensiblement la même qu'en 1993 pour l'ensemble des groupes de ménages.

À la fin de l'année 1994, comme l'année précédente, les chefs d'entreprise détenaient presque trois fois le portefeuille moyen des personnes physiques et quatre fois et demie celui des salariés non cadres.

Les portefeuilles moyens des catégories sociales les plus modestes (salariés non cadres, professions intermédiaires, agriculteurs, artisans) étaient compris entre 83 milliers de francs et 126 milliers de francs, inférieurs à celui des personnes non actives (131 milliers de francs).

Pour les catégories sociales les plus favorisées, les portefeuilles moyens étaient compris entre 203 milliers de francs et 355 milliers.

### RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES COMPTES-TITRES SELON LA CATÉGORIE SOCIO-PROFESSIONNELLE (a)

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques et autres		Total	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Agriculteurs.....	0,6	0,6	5,0	4,4	5,0	4,4
Chefs d'entreprise, artisans et commerçants .....	5,2	5,1	5,2	4,9	5,2	4,9
Professions libérales et cadres supérieurs .....	33,8	34,5	8,7	9,1	8,8	9,2
Professions intermédiaires .....	8,9	8,6	10,8	10,0	10,8	10,0
Salariés non cadres.....	9,3	7,5	23,9	22,3	23,8	22,2
Personnes non actives .....	42,2	43,7	46,4	49,2	46,4	49,2
<b>En pourcentage du nombre total de comptes-titres..</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>99,4</b>	<b>99,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 52 % des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

La répartition détaillée des comptes-titres en fonction du critère socio-professionnel et du groupe d'établissements où les titres sont déposés montre bien que la clientèle des banques d'affaires et des sociétés de bourse (0,6 % du nombre de comptes pour 5,3 % des encours) est caractérisée par une forte proportion de cadres supérieurs et de professions libérales (près de quatre fois plus que le reste de l'échantillon).

**2.3. La répartition par tranches d'âge**

RÉPARTITION PAR TRANCHES D'ÂGE (a)				
	Nombre de comptes		Montant global (en pourcentage)	
	1993	1994	1993	1994
Moins de 18 ans .....	2,6	2,5	0,7	0,6
De 18 à 25 ans .....	4,2	3,9	1,2	1,1
De 26 à 35 ans .....	10,4	9,7	5,1	4,7
De 36 à 45 ans .....	14,5	15,7	10,6	11,5
De 46 à 55 ans .....	15,9	16,2	15,3	15,5
De 56 à 65 ans .....	19,6	19,5	22,3	21,8
Plus de 65 ans .....	32,8	32,5	44,9	44,9
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 75 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.

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

Mise à jour le 30 août 1995

Les avoirs moyens par tranches d'âge n'ont pratiquement pas varié de 1993 à 1994. La détention de valeurs mobilières augmente fortement avec l'âge. Les personnes âgées de 56 ans et plus, qui se superposent dans une large mesure à la catégorie des non-actifs, représentent en effet près de 67 % de la valeur des portefeuilles.

À l'autre extrémité, les moins de 26 ans ne détiennent qu'à peine 2 % des portefeuilles (1,7 %) pour 6 % des comptes-titres environ.

Ces informations sont largement confirmées par les résultats du sondage SOFRES de mars 1995 : le taux de détention des valeurs mobilières augmente très fortement avec l'âge puisqu'il passe d'environ 7 % pour les moins de 25 ans à plus de 40 % pour les personnes âgées de 65 ans et plus. Toutefois, des différences sensibles apparaissent en fonction du type de valeurs mobilières.

## RÉPARTITION DÉTAILLÉE PAR TRANCHES D'ÂGE À FIN 1993 ET 1994 (a)

(en pourcentage)

	Nombre de comptes	1993					Total des portefeuilles	
		Valeur des portefeuilles						
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		françaises	étrangères	françaises	étrangères			
Moins de 18 ans .....	2,9	0,6	0,8	0,5	0,6	1,0	0,8	
De 18 à 25 ans .....	4,4	0,9	0,5	0,6	0,5	1,6	1,3	
De 26 à 35 ans .....	10,3	4,0	2,2	3,1	2,3	6,4	5,2	
De 36 à 45 ans .....	14,3	9,3	6,3	8,3	7,4	12,2	10,7	
De 46 à 55 ans .....	15,8	15,4	11,3	13,2	12,5	16,6	15,5	
De 56 à 65 ans .....	19,7	20,2	18,2	23,9	29,2	22,4	22,4	
Plus de 65 ans .....	32,7	49,4	60,7	50,2	47,5	39,8	44,1	
<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>	
		1994						
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles					Total des portefeuilles	
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		françaises	étrangères	françaises	étrangères			
Moins de 18 ans .....	2,7	0,5	0,7	0,7	0,9	0,8	0,7	
De 18 à 25 ans .....	4,0	1,0	0,4	0,6	0,5	1,5	1,1	
De 26 à 35 ans .....	9,5	4,5	2,5	3,0	2,9	5,7	4,8	
De 36 à 45 ans .....	15,6	11,2	7,4	10,8	8,6	12,6	11,8	
De 46 à 55 ans .....	15,8	16,7	11,2	13,0	16,3	16,6	15,5	
De 56 à 65 ans .....	20,5	19,7	18,0	22,9	22,6	21,9	21,8	
Plus de 65 ans .....	31,8	46,4	59,8	48,9	48,2	41,0	44,3	
<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>	

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 62 % des portefeuilles à fin 1993 et 63 % à fin 1994.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

La répartition par valeurs et par tranches d'âge présentée dans le tableau ci-dessus s'est peu modifiée entre 1993 et 1994.

Les ménages âgés de moins de 56 ans qui possèdent dans cet échantillon un peu plus du tiers des portefeuilles globaux de valeurs mobilières sont détenteurs d'une part légèrement plus importante de titres d'OPCVM (environ 37 %), l'inverse étant observé pour les tranches d'âge les plus élevées (respectivement 66 % et 63 % environ).

Les deux tiers des actions françaises (70 % en 1993) et 72 % des obligations françaises (74 % en 1993) sont par ailleurs détenus par les ménages âgés de 56 ans et plus.

La structure des portefeuilles par tranches d'âge reflète bien les principales tendances observées précédemment au sujet des titres d'OPCVM.

**COMPOSITION DES PORTEFEUILLES PAR TRANCHES D'ÂGE  
À FIN 1993 ET 1994 (a)**

(en pourcentage)

	1993					
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM	Total des portefeuilles
	françaises	étrangères	françaises	étrangères		
Moins de 18 ans .....	9,5	2,3	16,2	0,3	71,7	100,0
De 18 à 25 ans .....	9,1	0,8	12,9	0,1	77,1	100,0
De 26 à 35 ans .....	9,6	0,9	15,5	0,2	73,9	100,0
De 36 à 45 ans .....	10,6	1,3	19,8	0,3	68,1	100,0
De 46 à 55 ans .....	12,2	1,6	21,7	0,3	64,2	100,0
De 56 à 65 ans .....	11,0	1,8	27,1	0,5	59,6	100,0
Plus de 65 ans .....	13,7	3,1	29,0	0,4	53,9	100,0

	1994					
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM	Total des portefeuilles
	françaises	étrangères	françaises	étrangères		
Moins de 18 ans .....	9,2	2,6	25,0	0,4	62,8	100,0
De 18 à 25 ans .....	11,6	1,0	14,5	0,1	72,9	100,0
De 26 à 35 ans .....	12,3	1,3	16,9	0,2	69,3	100,0
De 36 à 45 ans .....	12,5	1,6	24,4	0,2	61,3	100,0
De 46 à 55 ans .....	14,2	1,8	22,3	0,4	61,3	100,0
De 56 à 65 ans .....	11,9	2,1	28,0	0,3	57,7	100,0
Plus de 65 ans .....	13,8	3,3	29,4	0,4	53,1	100,0

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 61,7 % des portefeuilles recensés dans l'enquête à fin 1993 et 63,2 % à fin 1994.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

La part des placements en titres d'OPCVM, qui a diminué pour toutes les tranches d'âge par rapport à 1993, est plus élevée dans les catégories de ménages les plus jeunes et elle décroît avec l'âge. À l'inverse, la part des obligations augmente avec l'âge, les moins de 18 ans faisant toutefois exception à cette règle.

La part des placements en actions apparaît plus homogène dans les différentes tranches que celle des autres placements, en liaison, probablement, avec la diffusion des actions de sociétés privatisées.

## RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES COMPTES-TITRES SELON LA CLASSE D'ÂGE (a)

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse	Les autres établissements		Total		
	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Moins de 18 ans .....	1,1	1,1	2,6	2,5	2,6	2,5
De 18 à 25 ans .....	1,8	1,8	4,3	3,9	4,2	3,9
De 26 à 35 ans .....	8,0	7,7	10,4	9,8	10,4	9,7
De 36 à 45 ans .....	14,4	13,5	14,5	15,7	14,5	15,7
De 46 à 55 ans .....	19,2	19,3	15,9	16,1	15,9	16,2
De 56 à 65 ans .....	19,8	19,1	19,6	19,5	19,6	19,5
Plus de 65 ans .....	35,7	37,5	32,8	32,4	32,8	32,5
<b>En pourcentage du nombre total de comptes-titres..</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>99,5</b>	<b>99,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant environ 87,3 % des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

Si l'on examine la répartition des comptes-titres selon l'âge et la catégorie d'établissement dépositaire, on constate peu de différence d'un groupe d'établissements à l'autre et de faibles variations entre 1993 et 1994. La clientèle de 56 ans et plus est un peu plus présente parmi les comptes-titres gérés par les banques d'affaires (ces établissements représentent 0,6 % du nombre de comptes pour 4,4 % des encours).

### 2.4. La répartition selon le montant du portefeuille

## RÉPARTITION SELON LE MONTANT DU PORTEFEUILLE (a)

(en pourcentage)

	Nombre de comptes		Montant global	
	1993	1994	1993	1994
Moins de 50 000 francs .....	51,4	54,0	8,1	9,0
De 50 000 à 100 000 francs .....	18,9	18,4	11,1	11,5
De 100 000 à 250 000 francs .....	18,5	17,4	21,3	21,8
De 250 000 à 500 000 francs .....	6,7	6,2	17,0	16,7
De 500 000 à 1 000 000 francs .....	3,0	2,7	15,1	14,7
Plus de 1 000 000 francs .....	1,5	1,4	27,4	26,3
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 75,8 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

Les ventilations, établies auprès d'un sous-échantillon regroupant les trois quarts des portefeuilles des personnes physiques appréhendés par l'enquête-titres annuelle, montrent que les portefeuilles d'un montant inférieur à 500 000 francs représentaient 96 % des comptes-titres en 1993 et 1994 pour des montants qui atteignaient respectivement 57,5 % et 59,0 % de la valeur des portefeuilles.

## ENQUÊTES

## La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres

On observe que ce sont les portefeuilles se situant dans les tranches inférieures à 250 000 francs qui se sont développés, au détriment des plus gros portefeuilles (+ 1,8 point).

De l'échantillon analysé ci-dessus, il ressort que le montant moyen des portefeuilles était à fin 1993 de 20 147 francs pour les dépôts inférieurs à 50 000 francs et de 2,3 millions de francs pour ceux qui sont supérieurs à 1 million de francs.

Au total, on constate, comme les années précédentes, qu'en dépit d'une meilleure diffusion des valeurs mobilières, la concentration des portefeuilles reste forte : près de 58 % de l'encours global des titres se trouvent encore logés dans un peu plus de 10 % des comptes. Il faut souligner toutefois que ces disparités se sont atténuées par rapport à l'année précédente.

### RÉPARTITION DÉTAILLÉE SELON LE MONTANT DU PORTEFEUILLE À FIN 1993 ET 1994 (a)

(en pourcentage)

Nombre de comptes	1993						Total des portefeuilles	
	Valeur des portefeuilles				Titres d'OPCVM			
	Actions		Obligations					
	françaises	étrangères	françaises	étrangères				
Moins de 50 000 francs.....	51,4	8,0	0,8	5,3	3,1	10,3	8,5	
De 50 000 à 100 000 francs .....	19,0	5,9	1,1	9,0	5,5	14,2	11,5	
De 100 000 à 250 000 francs .....	18,7	11,3	3,6	25,0	15,7	23,4	21,9	
De 250 000 à 500 000 francs .....	6,7	12,2	6,3	21,4	14,3	16,4	17,0	
De 500 000 à 1 000 000 francs ...	2,8	14,4	11,1	18,0	12,7	13,2	14,5	
Plus de 1 000 000 francs .....	1,4	48,3	77,0	21,3	48,7	22,5	26,6	
<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>	
1994								
Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Total des portefeuilles	
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
	françaises	étrangères	françaises	étrangères				
Moins de 50 000 francs.....	54,2	7,3	0,8	7,0	3,1	11,7	9,6	
De 50 000 à 100 000 francs .....	18,6	5,6	1,2	10,9	5,2	14,5	12,1	
De 100 000 à 250 000 francs .....	17,4	12,7	4,4	26,6	13,3	23,4	22,4	
De 250 000 à 500 000 francs .....	6,1	14,0	7,3	20,4	11,4	16,0	16,7	
De 500 000 à 1 000 000 francs ...	2,5	15,4	12,2	16,4	11,0	12,6	14,0	
Plus de 1 000 000 francs .....	1,2	45,0	74,0	18,7	56,1	21,8	25,3	
<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>	

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 64,2 % des portefeuilles recensés dans l'enquête à fin 1993 et 62,8 % à fin 1994.

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

Mise à jour le 30 août 1995

Ce tableau, qui permet d'affiner les informations données précédemment, montre que les portefeuilles allant jusqu'à 250 000 francs détiennent environ 44 % des obligations, 50 % des titres d'OPCVM mais seulement 26 % seulement des actions, qui restent l'apanage des portefeuilles d'un montant élevé. Près de la moitié des actions françaises (45 %), figurent dans les portefeuilles supérieurs à 1 million de francs, ce qui représente, cependant, une diminution de 3,3 points par rapport à l'année 1993.

**COMPOSITION DES PORTEFEUILLES PAR TRANCHES DE MONTANT  
À FIN 1993 ET 1994 (a)**

(en pourcentage)

	1993					
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM	Total des portefeuilles
	françaises	étrangères	françaises	étrangères		
Moins de 50 000 francs .....	11,4	0,2	16,2	0,1	72,0	100,0
De 50 000 à 100 000 francs .....	6,2	0,2	20,3	0,2	73,2	100,0
De 100 000 à 250 000 francs .....	6,3	0,4	29,6	0,2	63,4	100,0
De 250 000 à 500 000 francs .....	8,8	0,8	32,7	0,3	57,4	100,0
De 500 000 à 1 000 000 francs .....	12,1	1,7	32,2	0,3	53,8	100,0
Plus de 1 000 000 francs .....	22,1	6,3	20,8	0,6	50,2	100,0

	1994					
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM	Total des portefeuilles
	françaises	étrangères	françaises	étrangères		
Moins de 50 000 francs .....	9,8	0,2	19,8	0,1	70,1	100,0
De 50 000 à 100 000 francs .....	6,0	0,2	24,3	0,1	69,3	100,0
De 100 000 à 250 000 francs .....	7,3	0,5	32,0	0,2	60,1	100,0
De 250 000 à 500 000 francs .....	10,8	1,0	32,9	0,2	55,0	100,0
De 500 000 à 1 000 000 francs .....	14,3	2,1	31,6	0,2	51,8	100,0
Plus de 1 000 000 francs .....	23,1	6,9	19,9	0,6	49,5	100,0

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 64,2 % des portefeuilles recensés dans l'enquête à fin 1993 et 62,8 % à fin 1994.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

Si l'on observe maintenant la composition du portefeuille des ménages en fonction des différentes tranches, on constate que, quelle que soit la tranche, les titres d'OPCVM représentent toujours à fin 1994 plus de la moitié du portefeuille total (sauf pour les tranches supérieures à 1 million de francs, où ils n'atteignent que 49,5 %). En un an, toutefois, la part des titres d'OPCVM a diminué pour toutes les tranches de niveaux, généralement au profit des obligations pour les tranches allant jusqu'à 250 000 francs et à celui des actions pour les tranches supérieures.

C'est dans la tranche inférieure à 50 000 francs que la part relative en titres d'OPCVM est la plus élevée (70,1 %).

## RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES COMPTES-TITRES SELON LA TRANCHE DE MONTANT DU PORTEFEUILLE (a)

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les autres établissements		Total	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Moins de 50 000 francs .....	14,9	14,5	51,6	54,1	51,4	54,0
De 50 000 à 100 000 francs .....	8,6	8,6	18,9	18,5	18,9	18,4
De 100 000 à 250 000 francs .....	17,8	17,9	18,5	17,4	18,5	17,4
De 250 000 à 500 000 francs .....	17,2	18,3	6,7	6,1	6,7	6,2
De 500 000 à 1 000 000 francs .....	19,2	19,4	2,9	2,6	3,0	2,7
Plus de 1 000 000 francs .....	22,4	21,3	1,4	1,3	1,5	1,4
<b>En pourcentage du nombre total de comptes-titres....</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>99,6</b>	<b>99,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant environ 88 % des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

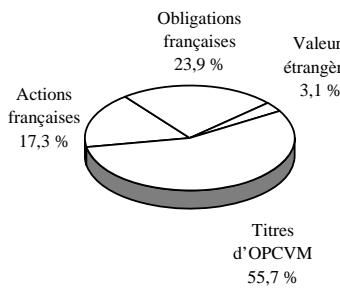
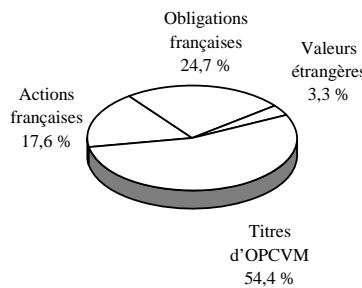
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 août 1995

Le nombre de comptes-titres des clients des banques d'affaires se répartit de manière relativement uniforme entre les six catégories de montants. De ce fait, les personnes dont le portefeuille est élevé sont proportionnellement beaucoup plus nombreuses dans les banques d'affaires que dans les autres établissements.

À l'opposé, plus de la moitié des clients des autres établissements (54,1 % en 1994, contre 51,6 % en 1993) ont un portefeuille inférieur à 50 000 francs (les autres établissements représentent dans ce sous-échantillon 99,6 % du nombre de comptes pour 96,1 % des encours).

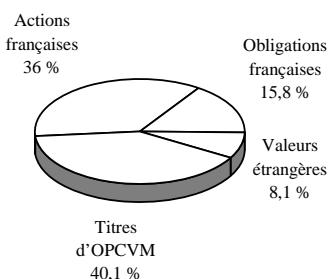
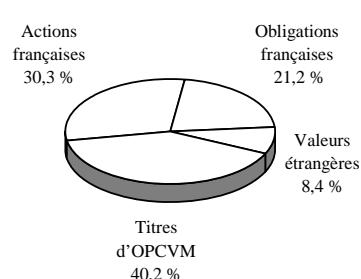
## COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES

**1993****1994**

Réalisation : Banque de France

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

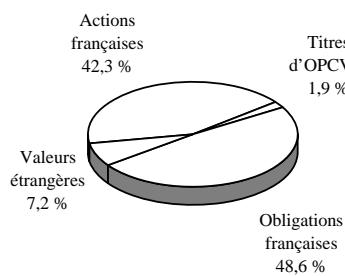
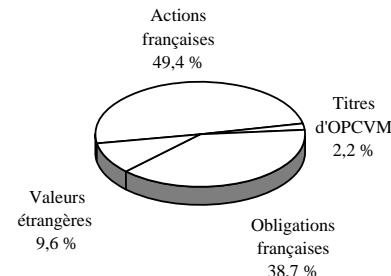
Mise à jour le 30 août 1995

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS****1993****1994**

Réalisation : Banque de France

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

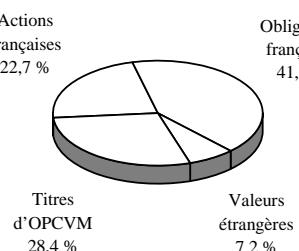
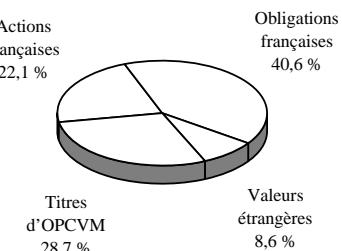
Mise à jour le 30 août 1995

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS****1993****1994**

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DE L'ENSEMBLE DES DÉTENTEURS****1993****1994**

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 30 août 1995

# 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 31 août 1995, relative à un contrôle informatisé des accès au Centre administratif de Marne-la-Vallée**

Le Conseil général de la Banque de France,

Vu l'article 15 de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 ;

Vu le décret n° 78-774 du 17 juillet 1978 modifié ;

Vu l'avis de la Commission nationale de l'informatique et des libertés ;

Vu l'article 11 de la loi n° 93-980 du 4 août 1993 ;

DÉCIDE :

#### **Article premier**

L'enregistrement des mouvements de personnes demandant l'accès au Centre administratif de la Banque de France, 2 avenue Pierre Mendès France, à Noisy-le-Sec (77186), s'effectue à l'aide d'une application informatique, avec saisie des données effectuée par les gardiens du service de la Sécurité. Ces opérations ne s'appliquent pas au personnel de la Banque travaillant sur le site.

Ce dispositif a pour objet de permettre au service Sécurité du CAMLV d'assurer sa mission dans les meilleures conditions d'efficacité.

#### **Article 2**

Les fichiers constitués comprennent les informations suivantes :

- identité du visiteur (au vu d'une pièce officielle),
- employeur du visiteur, le cas échéant,
- identité de la personne visitée,
- date et heures de la visite (entrée/sortie),
- caractéristiques du véhicule, le cas échéant.

Ces informations sont recueillies et enregistrées par les gardiens du poste de contrôle principal qui remettent une fiche au visiteur. Sur cette fiche figurent un plan schématique d'accès au bâtiment concerné, ainsi qu'une rubrique à l'usage du visité ; celui-ci, à l'issue de l'entretien, y appose sa signature et indique l'heure de départ du visiteur. Avant son départ du Centre, ce dernier restitue la « fiche visiteur », en échange il récupère sa pièce d'identité.

La durée de conservation des données est de deux ans.

#### **Article 3**

Les informations nominatives enregistrées sont uniquement destinées aux gardiens et aux cadres du service de la Sécurité. L'exploitation des données, les recherches éventuelles, l'édition d'historiques ou de statistiques s'effectuent sous la seule responsabilité du chef du service de la Sécurité.

#### **Article 4**

Le droit d'accès aux informations recensées, prévu par l'article 34 de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978, s'exerce auprès de la direction des services de Gestion du Centre administratif de la Banque de France, service de la Sécurité, 2 avenue Pierre Mendès France, Noisy-le-Sec, 77431 Marne-la-Vallée Cedex 2.

#### **Article 5**

La présente décision sera portée à la connaissance du public par insertion dans le Bulletin de la Banque de France.

**Communiqué de la Banque de France,  
relatif à son taux de pension sur appel  
d'offres**

– en date du 3 août 1995

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 7,0 % à 6,5 %. La prochaine réunion du Conseil de la politique monétaire se tiendra le 31 août 1995.

**Communiqué de la Banque de France,  
relatif à son taux de pension sur appel  
d'offres**

– en date du 31 août 1995

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 6,50 % à 6,15 %.

---

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

du 1<sup>er</sup> au 31 août 1995

**Adjudication d'obligations assimilables  
du Trésor 8,50 % novembre 2002, 7,75 %  
octobre 2005, 8,50 % octobre 2008  
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 1<sup>er</sup> août 1995

Le jeudi 3 août 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis sera compris entre 17 milliards de francs et 19 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 8,50 % novembre 2002 de 2 000 francs Jouissance du 25 novembre 1994. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 novembre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 novembre 2002.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 novembre 1994 au 25 août 1995, soit 127,16 francs par obligation.

2. OAT 7,75 % octobre 2005 de 2 000 francs Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 155 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 25 août 1995, soit 129,10 francs par obligation.

3. OAT 8,50 % octobre 2008 de 2 000 francs Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2008.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 25 août 1995, soit 141,58 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 août 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 3 août 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 4 août 16 heures pour la seconde tranche de 15 %.

<b>OAT 8,50 % NOVEMBRE 2002</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
108,02	350 000 000	350 000 000	108,02
108,00	100 000 000	450 000 000	108,02
107,98	2 500 000 000	2 950 000 000	107,99
107,96	790 000 000	3 740 000 000	107,98
107,96	3 160 000 000	6 900 000 000	107,97
107,94	3 500 000 000	10 400 000 000	107,96
107,92	3 300 000 000	13 700 000 000	107,95
107,90	1 450 000 000	15 150 000 000	107,95
107,88	250 000 000	15 400 000 000	107,94
107,86	100 000 000	15 500 000 000	107,94
107,84	2 000 000 000	17 500 000 000	107,93
107,82	2 000 000 000	19 500 000 000	107,92
107,80	100 000 000	19 600 000 000	107,92

Prix limite retenu : 107,96 %  
(taux de rendement : 7,05 %)  
Demandes servies à ce prix limite : 20,00 %  
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 107,98 %  
(taux de rendement : 7,05 %)

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 1 <sup>er</sup> juin 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	3 650	3 740	90
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	7,28	7,05	- 0,23
– au prix moyen pondéré .....	7,28	7,05	- 0,23

<b>OAT 7,75 % OCTOBRE 2005</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
102,90	50 000 000	50 000 000	102,90
102,88	1 650 000 000	1 700 000 000	102,88
102,86	3 600 000 000	5 300 000 000	102,87
102,84	2 900 000 000	8 200 000 000	102,86
102,82	1 300 000 000	9 500 000 000	102,85
102,80	1 200 000 000	10 700 000 000	102,85
102,80	1 200 000 000	11 900 000 000	102,84
102,78	300 000 000	12 200 000 000	102,84
102,76	200 000 000	12 400 000 000	102,84
102,74	2 700 000 000	15 100 000 000	102,82
102,72	1 000 000 000	16 100 000 000	102,81
102,70	200 000 000	16 300 000 000	102,81
102,66	200 000 000	16 500 000 000	102,81
102,64	200 000 000	16 700 000 000	102,81
102,54	200 000 000	16 900 000 000	102,81
102,50	500 000 000	17 400 000 000	102,80

Prix limite retenu : 102,80 %  
(taux de rendement : 7,34 %)  
Demandes servies à ce prix limite : 50,00 %  
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 102,85 %  
(taux de rendement : 7,34 %)

**COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION**

	Séance du 6 juillet 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	16 085	10 700	- 5 385
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,57	7,34	- 0,23
– au prix moyen pondéré .....	7,56	7,34	- 0,22

**OAT 8,50 % OCTOBRE 2008**

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
108,26	500 000 000	500 000 000	108,26
108,24	50 000 000	550 000 000	108,26
108,22	1 250 000 000	1 800 000 000	108,23
108,20	950 000 000	2 750 000 000	108,22
108,18	300 000 000	3 050 000 000	108,22
108,16	450 000 000	3 500 000 000	108,21
108,14	50 000 000	3 550 000 000	108,21
108,12	400 000 000	3 950 000 000	108,20
108,10	400 000 000	4 350 000 000	108,19
108,08	50 000 000	4 400 000 000	108,19
108,06	150 000 000	4 550 000 000	108,18
108,04	1 000 000 000	5 550 000 000	108,16
108,00	1 400 000 000	6 950 000 000	108,13
107,98	50 000 000	7 000 000 000	108,13
Prix limite retenu : 108,16 % (taux de rendement : 7,50 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 108,21 % (taux de rendement : 7,49 %)			

**COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION**

	Séance du 6 juillet 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	2 900	3 500	600
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,70	7,50	- 0,20
– au prix moyen pondéré .....	7,70	7,49	- 0,21

– *Résultat global de l'adjudication  
du 4 août 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 3 août 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 100 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 462 millions de francs

pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 17 940 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 20 502 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant la séance	Après séance	
OAT 8,50 % novembre 2002 .....	3 740	50	524	4 314
OAT 7,75 % octobre 2005 .....	10 700	50	1 472	12 222
OAT 8,50 % octobre 2008 .....	3 500		466	3 966
<b>Total.....</b>	<b>17 940</b>	<b>2 562</b>		<b>20 502</b>

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

**Journal officiel du 22 juin 1995 –  
Seuils de l'usure applicables  
à compter du 1<sup>er</sup> juillet 1995**

<b>TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
(en pourcentage)		
	Taux effectifs pratiqués au 2 <sup>e</sup> trimestre 1995	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 1995
<b>CRÉDITS AUX PARTICULIERS</b>		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe .....	9,49	12,65
– Prêts à taux variable.....	9,25	12,33
– Prêts relais.....	10,49	13,99
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	16,79	22,39
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	14,45	19,27
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	11,86	15,81
<b>CRÉDITS AUX ENTREPRISES</b>		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament montant unitaire ≤ à 300 000 francs .....	13,02	17,36
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,19	12,25
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,74	12,99
– Découverts en compte (a) montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	12,39	16,52
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	12,79	17,05
<i>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.</i>		
(a) <i>Commissions de plus fort découvert</i> : Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 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 DU 5 AOÛT 1995

- Loi n° 95-881 du 4 août 1995 instituant le contrat initiative-emploi.
- Loi n° 95-882 du 4 août 1995 relative à des mesures d'urgence pour l'emploi et la sécurité sociale.
- Arrêté du 21 juillet 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de mai 1995.

JO DU 6 AOÛT 1995

- Loi de finances rectificative pour 1995 (n° 95-885 du 4 août 1995).

JO DES 14 ET 15 AOÛT 1995

- Décret du 8 août 1995 portant reconnaissance d'une fondation comme établissement d'utilité publique (Fondation Banque de France pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire).

JO DU 23 AOÛT 1995

- Arrêté du 17 août 1995 fixant le taux d'intérêt applicable à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994 aux créances résultant de la suppression du décalage d'un mois en matière de taxe sur la valeur ajoutée.

JO DU 26 AOÛT 1995

- Arrêté du 18 août 1995 portant fixation du salaire de référence et de la valeur du point de retraite dans le régime de retraite complémentaire des assurances sociales institué par le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 (Ircantec).

JO DES 28 ET 29 AOÛT 1995

- Décret n° 95-947 du 25 août 1995 pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations.
- Décret du 23 août 1995 portant nomination au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.

JO DU 30 AOÛT 1995

- Décret n° 95-961 du 25 août 1995 pris pour l'application de l'article 1<sup>er</sup> de la loi de finances rectificative pour 1995 (loi n° 95-885 du 4 août 1995).

# DÉRÉGLEMENTATION DANS LE DOMAINE DE LA MONNAIE ET DU CRÉDIT ?<sup>1</sup>

Avec le développement du rôle des marchés de capitaux dans le financement des économies, la réglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit tend à prendre des formes nouvelles et à investir le propre champ d'action des autorités.

---

CHRISTIAN PFISTER  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur la politique monétaire*

■ De manière schématique, on oppose deux cas polaires : celui d'une économie où les marchés de capitaux sont peu développés et où l'option d'un recours à un certain degré de contrainte est ouverte bien que son utilisation soit coûteuse à

terme d'une part, celui d'une économie dont les marchés de capitaux sont très développés et où la confiance joue un rôle essentiel sans toutefois qu'elle puisse s'épanouir durablement en l'absence d'un cadre réglementaire d'autre part.

---

<sup>1</sup> Contribution au Congrès international sur « Le rôle de l'État dans le développement de l'économie » organisé par l'Association égyptienne des juristes francophones et l'Institut international de droit d'expression et d'inspiration françaises, Le Caire (Egypte), 21-26 juin 1995  
Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que leur auteur et en aucun cas la Banque de France.

- Dans une économie dont les marchés de capitaux sont peu développés, le financement de l'activité économique s'effectue pour l'essentiel par recours au crédit bancaire. Il peut alors être justifié, dans certaines circonstances, de recourir à la pratique réglementaire de l'encadrement du crédit afin de contrôler la masse monétaire. Toutefois, un recours prolongé à des instruments de contrôle direct comporte des inconvénients importants car l'extension de la réglementation à un domaine d'activités financières de plus en plus large induit des risques croissants de perte d'efficacité et de mauvaise allocation des ressources.
- Dans une économie dont les marchés de capitaux sont très développés, la confiance acquiert un rôle central, contribuant à faire de ces marchés un partenaire des autorités, tandis que les instruments de contrôle direct perdent de leur efficacité et que la montée des risques d'instabilité financière appelle une certaine dose d'intervention publique comme « facteur d'ordre ». Le cadre réglementaire se renouvelle alors de deux manières : les autorités ont intérêt de se soumettre elles-mêmes à des règles d'application permanente ; les règles encadrant l'activité des agents privés ne visent pas à régir strictement leur activité mais sollicitent leur participation. Ces deux évolutions ont en commun de contribuer à réduire l'incertitude et donc de favoriser le fonctionnement sans heurt des marchés.

L'intervention publique dans le domaine monétaire peut s'analyser d'un double point de vue : celui de la contrainte et celui de la confiance.

À l'époque de la monnaie métallique, c'est l'aspect de la contrainte qui semblait dominer. Le pouvoir de battre monnaie paraissait avant tout lié à l'affirmation d'une prérogative de souveraineté ; ainsi, les pièces étaient frappées à l'effigie du souverain. Le pouvoir d'émission était également source de revenu pour le détenteur de l'autorité politique qui percevait un droit de seigneurage et le protégeait en sanctionnant le faux-monnayage. Mais les intérêts du souverain et ceux du public étaient jusqu'à un certain point liés : la supériorité de l'économie monétaire par rapport à l'économie de troc permettait le développement des échanges et augmentait donc la masse de la « matière imposable » en même temps que l'usage de la monnaie.

Bien qu'apparue à la faveur de l'économie de guerre, la monnaie dite « fiduciaire », c'est-à-dire fondée sur la confiance, n'a pas entièrement changé cet état de choses. Ainsi, on trouve aujourd'hui encore un élément de contrainte — le cours légal — au fondement des moyens d'action de la politique monétaire : c'est l'utilisation du billet dans les échanges qui est à la source d'un besoin de refinancement des banques auprès de la Banque centrale, lui permettant d'exercer un contrôle des taux d'intérêt à très court terme. En outre, les billets ne portant pas intérêt, à la différence du refinancement bancaire, un seigneurage peut continuer d'être perçu. Le développement de la monnaie scripturale émise par les banques commerciales tend toutefois à réduire la part de la monnaie fiduciaire dans la circulation monétaire. Surtout, l'intervention publique dans le domaine monétaire inscrit au premier rang de ses préoccupations des objectifs macro-économiques, c'est-à-dire qui intéressent l'ensemble du public et ne sont susceptibles d'être atteints que s'ils recueillent son assentiment. Le rôle de la confiance apparaît donc aujourd'hui dominant sans toutefois que celui de la réglementation, et donc de la contrainte, disparaîsse.

Cette évolution se retrouve dans celle des instruments de la politique monétaire au cours des vingt dernières années, notamment mais pas seulement dans les pays industriels : on est passé d'instruments de contrôle direct — de nature réglementaire — à des instruments de contrôle indirect — reposant sur des mécanismes de marché. D'une manière générale, ce passage est compris comme irréversible et mis au compte du rôle croissant des marchés de capitaux dans le financement des économies. Cependant, il n'a pas supprimé tout besoin d'intervention réglementaire ; il en a plutôt renouvelé les formes. On se propose de montrer le rôle des marchés de capitaux dans l'évolution des formes prises par la réglementation en opposant deux cas polaires : celui d'une économie où ces marchés sont peu développés et où l'option d'un recours à un certain degré de contrainte est ouverte, bien que son utilisation soit coûteuse à terme d'une part, celui d'une économie dont les marchés de capitaux sont très développés et où la confiance joue un rôle essentiel sans toutefois qu'elle puisse s'épanouir durablement en l'absence d'un cadre réglementaire d'autre part. Cette opposition a bien sûr un caractère schématique ; en outre, elle néglige les problèmes de transition mais ces derniers sont spécifiques et mériteraient de faire l'objet d'un exposé à part ; l'opposition sur laquelle notre approche se fonde se veut avant tout pédagogique.

## 1. Le cas d'une économie dont les marchés de capitaux sont peu développés

Dans une économie de ce type, le financement de l'activité économique s'effectue pour l'essentiel par recours au crédit bancaire. Dans certaines circonstances, il peut alors être justifié de recourir à une pratique réglementaire — l'encadrement du crédit — afin de contrôler la masse monétaire ; toutefois, un recours prolongé à des instruments de contrôle direct comporte des inconvénients importants.

### 1.1. La justification d'un éventuel recours à l'encadrement du crédit

Les circonstances dans lesquelles un recours à l'encadrement du crédit peut être justifié comportent au moins deux éléments, le premier positif, le deuxième négatif : la combinaison des politiques économiques — c'est-à-dire monétaire, budgétaire et de change — doit être prise en compte de manière particulièrement étroite ; les autorités monétaires doivent être réticentes à utiliser l'arme dont elles disposent *a priori*, à savoir la manipulation des taux d'intérêt.

#### 1.1.1. Une exigence de coordination très étroite de politiques économiques afin de définir le dispositif monétaire

Cette exigence découle de ce que, en recourant à l'encadrement du crédit, les autorités monétaires ne cherchent pas à agir sur le marché de la monnaie mais sur celui du crédit.

Lorsque la Banque centrale cherche à agir sur le marché de la monnaie, elle doit s'efforcer d'en maîtriser soit l'offre, soit la demande. La première approche consiste à calibrer l'offre de réserves pour atteindre un niveau-objectif de masse monétaire selon un mécanisme dit de multiplicateur monétaire ; elle conduit à accepter une forte volatilité des taux d'intérêt qui peuvent donc atteindre des niveaux très élevés. La seconde approche vise, au contraire, en fixant un niveau de taux d'intérêt, à agir sur les facteurs qui déterminent la demande de monnaie à savoir principalement le motif de transaction et le motif de spéculation ; or le premier motif est commandé par les fluctuations de l'activité économique et suppose donc l'acceptation d'une éventuelle récession, tandis que le second motif ne peut pas s'exprimer lorsqu'il n'est pas possible de procéder facilement à des arbitrages monnaie-titres, en l'absence d'un marché des capitaux développé. Quelle que soit l'approche retenue, l'utilisation de l'arme des taux d'intérêt peut donc être considérée dans certains cas comme non souhaitable (cf. 1.1.2.).

Pour sa part, l'encadrement du crédit repose sur un contrôle de la masse monétaire à travers celui de la contrepartie « Crédit au secteur privé » : dans cette procédure, des normes de progression annuelle sont en général assignées à la progression des crédits distribués par les banques à leur clientèle privée. Or l'évolution de la masse monétaire est également déterminée par celle des deux autres contreparties : « Crédit au secteur public » et « Extérieur ». Pour atteindre l'objectif de masse monétaire, il est donc indispensable de normer ces deux contreparties. Cela passe par la prise en compte d'un niveau prévu de déficit public. Une partie de ce dernier peut être financée par appel à l'épargne, dans la mesure *a priori* limitée, fixée par l'étroitesse du marché des capitaux. Toutefois, la plus grande partie du déficit est habituellement financée par les banques commerciales et la Banque centrale, soit par des prêts directs à l'État, soit par achat de titres éventuellement rendus obligatoires par l'imposition de plafonds de détention d'effets publics : dans tous ces cas, il y a création monétaire et la capacité de prêt des banques au secteur privé doit être réduite à due concurrence. S'agissant de la contrepartie « Extérieur », elle est composée des avoirs de réserve de la Banque centrale, qui fluctuent en fonction des interventions de change, et de la position extérieure des banques, qui doit être réglementée en présence d'un encadrement du crédit (cf. 1.2.1.). Même si l'adoption d'un régime de taux de change flexible permet d'éliminer l'impact des interventions de change, qui n'ont en principe alors plus lieu d'être, il ressort des éléments que nous venons de fournir que, pour atteindre son objectif, la politique monétaire doit être étroitement coordonnée à la politique budgétaire et à la politique de change.

### 1.1.2. Une réticence des autorités monétaires à utiliser l'arme des taux d'intérêt

Cette éventualité peut se produire dans deux cas, selon que c'est la situation économique ou celle du secteur bancaire qui ne s'y prête pas.

#### 1.1.2.1. La situation économique

Si l'on exclut le cas où l'on chercherait en permanence à maintenir un niveau de taux d'intérêt artificiellement bas au prix d'une pérennisation de l'encadrement du crédit (cf. 1.2.), la situation économique peut ne pas prêter à une modification des taux d'intérêt, seule ou en combinaison avec une mesure d'encadrement du crédit, lorsque les autorités monétaires doivent agir rapidement ou qu'elles sont confrontées à un conflit d'objectifs.

Le recours à un encadrement du crédit en cas d'urgence se justifie du fait qu'une mesure réglementaire de cette nature peut prendre effet immédiatement tandis que l'impact d'une modification de taux d'intérêt ne s'exerce sur l'économie qu'avec des délais que l'on évalue généralement entre plusieurs trimestres et deux ans. Une urgence peut notamment se présenter lorsque l'économie est soumise à des « chocs » imprévus, tels qu'un changement brutal dans les prix du commerce extérieur ou le niveau de la demande.

Le cas de conflit d'objectifs peut se présenter lorsque les objectifs que les autorités cherchent à atteindre commandent *a priori* des évolutions en sens opposé des taux d'intérêt. Il faut bien sûr pour cela que les autorités se fixent plus d'un objectif. Il peut s'agir par exemple de la stabilité interne de la monnaie — c'est-à-dire celle des prix — et de sa stabilité externe — c'est-à-dire celle du taux de change contre une monnaie-ancre ou un panier de monnaies. Dans cette configuration de double objectif, il peut par exemple se produire une tendance à l'appréciation du taux de change qui appelleraient une baisse des taux d'intérêt alors que l'accélération de l'inflation rendrait au contraire une hausse des taux souhaitable. Cette situation, *a priori* transitoire, s'est d'ailleurs présentée récemment dans plusieurs pays en voie de développement qui avaient procédé à des mesures de libéralisation de leur économie, enclenchant ainsi des afflux massifs de capitaux. Un moyen d'y remédier peut consister à conjointement diminuer les taux d'intérêt et instaurer un encadrement du crédit.

#### 1.1.2.2. La situation du secteur bancaire

Elle peut notamment faire problème lorsqu'il faudrait procéder à une hausse substantielle des taux d'intérêt et que le secteur bancaire est en mauvaise santé financière ou qu'il est très hétérogène. Si le secteur bancaire est en mauvaise santé financière, un relèvement sensible des taux d'intérêt est de nature à le pénaliser doublement : par l'augmentation des coûts de refinancement ainsi éventuellement que par celle des créances irrécouvrables. Quant à l'hétérogénéité du secteur bancaire, elle peut en particulier résulter de l'existence d'établissements spécialisés dans la distribution de crédits en faveur de secteurs jugés prioritaires. Si l'hétérogénéité s'accompagne, comme c'est souvent le cas, d'une prédominance des taux fixes et d'une importante transformation dans la structure des actifs et des passifs des établissements spécialisés, les premiers étant d'échéance plus longue que les seconds, un relèvement des taux d'intérêt peut compromettre leur équilibre financier. On notera toutefois que, pour cela, il faut que la hausse des taux soit à la fois importante et durable.

### 1.2. Les inconvénients du recours prolongé à des instruments de contrôle direct

Ces inconvénients résultent de ce que, la réglementation tendant à couvrir un domaine d'activités financières de plus en plus large, les risques de perte d'efficacité et de mauvaise allocation des ressources vont croissant.

### **1.2.1. L'extension de la réglementation à un domaine d'activités financières de plus en plus large**

D'une manière générale, la nécessité de cette extension découle bien entendu des efforts déployés par les agents économiques pour contourner les obstacles mis par la réglementation à leurs activités. On peut en fournir deux exemples pris dans le domaine des changes et des taux d'intérêt.

#### *1.2.1.1. Le contrôle des changes*

L'instauration d'un contrôle des changes indépendamment d'un dispositif d'encadrement du crédit est possible, par exemple dans une situation où les autorités estimeraient que la défiance des investisseurs vis-à-vis de la monnaie nationale est injustifiée au regard des « facteurs économiques fondamentaux ». Mais, par définition, un encadrement du crédit ne peut être efficace que s'il s'accompagne d'un contrôle des changes ; à défaut, les agents résidents, rationnés dans leur demande de crédit sur le marché intérieur, s'endetteraient sur le marché « euro », éventuellement dans leur propre monnaie puisque les agents résidents pourraient la prêter aux non-résidents.

En tout état de cause, un contrôle des changes devra présenter un degré élevé de cohérence afin d'offrir un minimum d'efficacité. Cette exigence de cohérence peut notamment conduire les autorités à :

- interdire aux résidents d'acheter des titres libellés en devises étrangères ou de prêter la monnaie nationale aux non-résidents ;
- réglementer très strictement la détention de dépôts en devises et les couvertures de change à terme par les entreprises, voire les obliger à céder par anticipation leurs recettes futures en devises ;
- contrôler les dépenses effectuées à l'étranger par les résidents en voyages professionnels ou touristiques ;
- suivre la position de change globale du système bancaire par lequel transite l'essentiel des transactions financières avec l'étranger.

On voit donc que c'est l'ensemble des transactions économiques et financières réalisées par les agents privés avec l'étranger qui devra être encadré.

#### *1.2.1.2. La réglementation des taux d'intérêt*

En rationnant l'offre de crédit, l'effet immédiat d'un encadrement est de permettre aux banques de le facturer plus cher, surtout dans une situation où elles ne sont pas soumises à la concurrence d'un vaste marché de capitaux. Alternativement, les banques peuvent choisir d'attribuer leurs concours aux projets moins risqués ou aux agents qu'elles connaissent le mieux. Dans le premier cas (hausse des taux débiteurs), certains des effets éventuellement attendus de l'encadrement du crédit (cf. 1.1.2.1.) sont perdus ; dans le second cas (rationnement du crédit), certains agents ou secteurs économiques (entreprises nouvelles ou exportatrices, agriculture, construction...) peuvent se trouver privés d'une partie des moyens de leur développement alors que les autorités voudraient au contraire les privilégier.

Si le recours à l'encadrement du crédit est durable, les autorités seront donc fortement tentées d'intervenir pour fixer les taux d'intérêt et mettre en place des circuits de financement privilégiés. Compte tenu des possibilités d'arbitrage entre différentes formes d'endettement et de placement, même si elles sont réduites par le faible développement du marché des capitaux et le contrôle des changes, l'exigence de cohérence, qui vaut ici comme pour le contrôle des changes, pourra alors entraîner les autorités à réglementer une gamme de plus en plus large d'activités financières. Par exemple, une fixation des taux débiteurs destinée à protéger les emprunteurs finals, plus particulièrement ceux que l'on entend privilégier, sera de nature à peser sur les marges d'exploitation des intermédiaires, incitant à réglementer également les taux créditeurs.

### 1.2.2. Des risques croissants de perte d'efficacité et de mauvaise allocation des ressources

Le risque de perte d'efficacité se rapporte aux éléments techniques du dispositif réglementaire tandis que celui de mauvaise allocation des ressources est de nature plus fondamentale. Jusqu'à un certain point, on peut même considérer la réalisation du premier comme un palliatif au second ; toutefois, non seulement ce palliatif a toute chance d'être sous-optimal sur le plan économique mais il est en contradiction avec les objectifs des autorités.

#### 1.2.2.1. Le risque de perte d'efficacité

Il provient de ce que certaines mesures n'ont qu'un effet transitoire tandis que les compléments apportés au dispositif réglementaire pour limiter certains de ses inconvénients ont souvent pour effet d'en diminuer la portée.

Ainsi, « un système de contrôle des changes procure une facilité de trésorerie en devises au pays qui l'institue, mais il s'agit d'une facilité non récurrente pour l'essentiel (...) en régime de croisière, un contrôle des changes même très serré ne réduira pas les sorties de devises et n'apportera pas de rentrées additionnelles de devises ; il peut même décourager des entrées de capitaux qui se seraient produites spontanément dans un climat de plus grande liberté des changes<sup>1</sup> ».

Compte tenu de la nécessité d'une réglementation cohérente, il est clair que toute tentative pour en pallier les inconvénients comporte des risques pour son efficacité d'ensemble. Ainsi, le désencadrement de certains crédits en faveur d'agents ou de secteurs économiques privilégiés tend à compromettre l'efficacité globale du dispositif d'encadrement, à moins d'accroître la contrainte sur les formes de crédit qui restent encadrées avec le risque corrélatif d'imputations frauduleuses. De même, le recours durable à l'encadrement du crédit peut stimuler certaines formes de « désintermédiation », telles que les pratiques dites de « face-à-face » où les banquiers mettent en correspondance besoins des prêteurs et des emprunteurs. Si cette dernière pratique n'a en elle-même pas d'effet sur la masse monétaire, elle peut en accélérer la vitesse de circulation, ce qui est équivalent du point de vue de la politique monétaire.

#### 1.2.2.2. Le risque de mauvaise allocation des ressources

Ce risque résulte de ce que les choix des agents économiques sont contraints et les signaux fournis par les prix de marché faussés, dans une proportion croissante avec la pérennisation de la réglementation.

Ainsi, un contrôle des changes peut pénaliser les activités liées au commerce extérieur, en particulier s'il entretient une surévaluation de la monnaie nationale au regard des « facteurs économiques fondamentaux ». De même, une réglementation des taux d'intérêt aura un effet négatif sur le volume de l'épargne, puisque le taux d'intérêt mesure le prix de la renonciation à une consommation immédiate. La réglementation des taux d'intérêt et d'autres mesures moins directes comme l'imposition de contraintes sur les portefeuilles des banques, telles que les planchers de détention d'effets publics, ont également pour conséquence de distordre les prix des actifs financiers.

Tout comme la réglementation des taux d'intérêt, l'encadrement du crédit a tendance à limiter la concurrence entre banques pour la collecte des dépôts et à faciliter les pratiques routinières d'octroi des concours. Quant aux pratiques informelles de désintermédiation que les agents privés peuvent lui opposer, elles ne présentent pas les mêmes avantages que l'accès à des marchés correctement organisés, en termes d'économies d'échelle, de circulation de l'information et de sécurité des opérations.

<sup>1</sup> Cf. Hervé Ferhani, « Théorie et pratique d'un système de contrôle des changes », contribution au séminaire Banque de Russie – Banque de France sur le thème « La politique monétaire dans un environnement de forte inflation », janvier 1995 (texte publié dans la partie « Dossier » du présent Supplément).

## 2. Le cas d'une économie dont les marchés de capitaux sont très développés

Dans une économie de ce type, le financement de l'activité économique s'effectue pour une fraction significative par autofinancement ou par émission de titres. Le rôle central joué par la confiance sur les marchés de capitaux justifie alors de mettre en place ou de renforcer un cadre réglementaire qui revêt à bien des égards des formes nouvelles.

### 2.1. Le rôle central de la confiance

Ce qui confère un rôle central à la confiance, c'est d'abord que la taille atteinte par les marchés de capitaux et leur mode de fonctionnement, notamment la tarification de l'incertitude auxquels ils procèdent, contribuent à en faire des partenaires des autorités. En outre, d'un point de vue davantage technique, les instruments de contrôle direct ou d'inspiration voisine perdent totalement ou partiellement leur efficacité. Enfin, les marchés de capitaux fournissent eux-mêmes un terrain propice à la montée des risques, appelant une certaine dose d'intervention publique comme « facteur d'ordre ».

#### 2.1.1. Le partenariat entre les autorités et les marchés de capitaux

On évoquera brièvement l'origine puis les formes du partenariat entre les autorités et les marchés de capitaux.

##### 2.1.1.1. L'origine du partenariat

Le partenariat est manifeste lorsque les autorités sont elles-mêmes émettrices de titres pour financer leurs déficits. Le financement des déficits est d'ailleurs souvent une raison majeure à l'origine du développement des marchés de capitaux : les gouvernements les sollicitent parce qu'ils en attendent un allégement du coût de leur dette, notamment dans un cadre de totale liberté des mouvements des capitaux qui leur permet de ne plus s'adresser seulement à l'épargne nationale mais aussi à l'épargne mondiale. À leur tour, les marchés de capitaux trouvent dans les titres émis par l'État des actifs liquides et normalement les mieux représentatifs, à l'échelon d'une économie, de l'« actif sans risque » qui permet de valoriser les titres concurrents.

Le partenariat existe néanmoins même lorsque les autorités ne sont pas émettrices de titres, en raison des objectifs macro-économiques, et éventuellement aussi de développement de place financière, qu'elles poursuivent : compte tenu de la place prise par les marchés de capitaux dans la satisfaction des besoins de financement des agents, les autorités ne peuvent pas être indifférentes aux modalités, et plus spécialement au coût, selon lesquels ces besoins sont satisfaits. En outre, la concurrence entre marchés de capitaux et intermédiation bancaire tend à aligner le coût du crédit et la rémunération des dépôts sur les taux de marché avec pour conséquence que ces derniers s'imposent à l'ensemble de l'économie.

##### 2.1.1.2. Les formes du partenariat

Le partenariat s'exprime à travers le rôle des anticipations dans la formation des prix de marché. Par nature, les marchés ont tendance à anticiper les effets des mesures prises par les autorités sur les facteurs économiques fondamentaux : les investisseurs cherchant à se prémunir contre le risque de pertes à venir ou à s'emparer d'opportunités de profits, les prix s'ajustent immédiatement, souvent avec brutalité, ce qui est d'ailleurs facteur de risque (cf. 2.1.3.1.). Cette tendance naturelle est renforcée par l'efficacité croissante des moyens de communication et des infrastructures de marché, ainsi que par la gestion de l'épargne par de puissants investisseurs institutionnels qui ont les moyens d'entretenir des équipes d'économistes et de spécialistes des marchés.

Dans ces conditions, les évolutions du taux de change, de la courbe des rendements et des cours des actions peuvent soit favoriser, soit au contraire s'opposer à l'action des autorités, selon qu'elle est considérée comme bénéfique ou non au bon fonctionnement de l'économie. Un tel comportement des marchés ne va d'ailleurs pas sans paradoxes apparents : par exemple, un relèvement des taux d'intervention de la Banque centrale, afin de s'opposer au développement de tensions inflationnistes jugées inquiétantes par les marchés, pourra s'accompagner d'une diminution des taux d'intérêt à long terme qui aura pour effet de favoriser le placement des titres d'État mais aussi de contrecarrer l'effet restrictif de la politique monétaire sur l'activité économique. Toutefois, ce paradoxe ne serait qu'apparent, la hausse préalable des taux d'intérêt à long terme ayant d'abord reflété l'inquiétude des marchés.

### **2.1.2. La moindre efficacité des instruments de contrôle direct ou d'inspiration voisine**

#### *2.1.2.1. Les instruments de contrôle direct*

L'efficacité de ces instruments est fortement compromise du fait que, leur logique étant foncièrement antinomique de celle des marchés, elles tendent à briser le partenariat entre ces derniers et les autorités et à remplacer la confiance par la défiance. C'est pourquoi tout rétablissement de mesures généralisées de contrôle des changes, d'encadrement du crédit ou de réglementation des taux d'intérêt, ou même seulement la crainte de ce rétablissement est de nature à provoquer une réaction d'hostilité des marchés sous la forme d'une dégradation immédiate des prix des actifs financiers.

De plus, au plan technique, un contrôle des changes est très difficile à appliquer dans une économie où la liberté des mouvements de capitaux a favorisé le développement de la présence étrangère. Quant à l'encadrement du crédit, il n'aurait guère de sens lorsque l'évolution de la masse monétaire ne dépend plus seulement de celle du crédit mais aussi des arbitrages monnaie/titres effectués par les agents. Enfin, une réglementation des taux d'intérêt ne saurait couvrir qu'une partie marginale des ressources collectées ou des concours accordés par les établissements de crédit, sauf à les placer dans une situation de concurrence très défavorable avec les marchés de capitaux.

#### *2.1.2.2. Les instruments d'inspiration voisine*

Sous cette appellation, on range deux instruments qui imposent des contraintes de portefeuille aux établissements — les planniers de détention d'effets publics et les réserves obligatoires. Les premiers sont, comme les instruments de contrôle direct, en contradiction avec la logique même des marchés ; en général, les autorités les suppriment d'ailleurs à un stade précoce du développement des marchés. S'agissant des réserves obligatoires, leur efficacité ne disparaît pas mais se trouve soumise au respect de conditions plus exigeantes.

Lorsqu'elles sont non rémunérées, les réserves obligatoires imposent un coût aux établissements qui doivent les constituer. Ces derniers cherchent donc soit à les éluder, par exemple en procédant à des délocalisation d'activités, soit à en répercuter le coût sur leurs clients débiteurs ou créanciers, ce qui est d'ailleurs au fondement du rôle des réserves obligatoires comme instrument de contrôle monétaire, mais difficile à réaliser lorsque les établissements sont soumis à la concurrence des marchés. Les réserves obligatoires non rémunérées peuvent donc être plus facilement utilisées à l'intérieur de zones suffisamment vastes — comme les États-Unis — et si elles sont fixées à des niveaux modérés et concentrées sur les encaisses de transaction — les dépôts à vue et leurs proches substituts —, *a priori* les moins aisément délocalisables. Les mêmes remarques peuvent d'ailleurs être formulées à propos de la taxation des revenus d'actifs monétaires ou financiers.

### 2.1.3. La montée des risques

Le développement des marchés de capitaux se traduit mécaniquement par une désintermédiation qui « démutualise » la gestion des risques opérée par les banques. Au-delà, il peut contribuer à une montée des risques en raison de fluctuations éventuellement anormales des prix des actifs financiers et de l'intensification de la concurrence dont il s'accompagne.

#### 2.1.3.1. Les fluctuations des prix des actifs financiers

Les fluctuations de ces prix résultent bien sûr du fonctionnement même des marchés. Elles peuvent toutefois prendre un tour anormal lorsqu'elles revêtent la forme de « bulles », c'est-à-dire lorsque les prix des actifs deviennent de leur valeur fondamentale indiquée par la somme actualisée des revenus futurs anticipés procurés par ces actifs. Ceci peut notamment se produire lorsque les agents se fondent sur l'augmentation passée des prix des actifs pour anticiper des plus-values en capital — comportement dit de « *noise trading* ».

Le dégonflement fatal de la bulle, éventuellement amplifié par les marchés de produits dérivés<sup>1</sup>, peut alors entraîner non seulement des défaillances d'établissements qui auraient pris des positions spéculatives mais aussi des effets récessifs sur l'économie, en raison d'effets de richesse ou de rationnement du crédit. Si les particuliers sont fortement détenteurs d'actions ou d'obligations, une chute des cours pourra affecter leur comportement de demande, soit parce qu'ils comptaient sur la réalisation de ces titres pour financer leur plan de dépense, soit parce qu'ils souhaitaient s'en servir comme garantie pour l'octroi de prêts. S'agissant du rationnement du crédit, il pourra se produire si la valeur des garanties diminue, si les banques font face à une baisse de leurs ressources parce qu'elles ont dû provisionner des pertes sur les marchés financiers ou si les déposants, inquiets de cette fragilisation du système bancaire, effectuent des retraits<sup>2</sup> ; les agents rationnés seront principalement ceux qui n'ont pas la surface financière nécessaire pour se porter emprunteurs sur le marché financier, à savoir les particuliers et les petites entreprises.

#### 2.1.3.2. L'intensification de la concurrence

La concurrence s'intensifie parce que celle qui s'installe entre marchés de capitaux et établissements bancaires est elle-même facteur de concurrence entre établissements. Cette concurrence plus intense contribue à renforcer l'action de la politique monétaire car elle permet une répercussion plus rapide et plus efficace des variations de taux d'intérêt, ces derniers s'alignant sur le prix de la liquidité marginale fournie par la Banque centrale.

Cependant, l'intensification de la concurrence peut contribuer à dégrader la solidité du système bancaire en érodant les marges d'exploitation et, éventuellement, en amenant les gestionnaires des banques à prendre des risques accrus si des « garde-fous » appropriés ne s'y opposent pas. L'efficacité de la politique monétaire pourrait alors se trouver compromise car l'arme principale entre les mains des autorités, à savoir celle des taux, deviendrait d'utilisation problématique, aussi bien à la baisse s'il y a rationnement du crédit qu'à la hausse par crainte de fragiliser davantage le secteur bancaire. Plus encore que dans le cas d'une économie dont les marchés de capitaux sont peu développés, la bonne santé financière du secteur bancaire paraît donc devoir être recherchée lorsque les marchés de capitaux sont très développés.

<sup>1</sup> Cf. « Implications macro-économiques et de politique monétaire du développement des marchés dérivés », Bulletin de la Banque de France, n° 14, février 1995

<sup>2</sup> Ce rationnement « spontané » du crédit par les établissements est différent de celui où il résulte d'une intervention réglementaire (cf. 1.).

## 2.2. La nécessité d'un cadre réglementaire renouvelé

Le renouvellement est double : dans leur propre intérêt, les autorités se conforment à des règles d'application permanente ; les formes prises par la réglementation des agents privés évoluent, les textes visant davantage à encadrer souplement leur action qu'à régir strictement leur activité. Ces deux évolutions ont en commun de contribuer à réduire l'incertitude et donc de favoriser le fonctionnement sans heurt des marchés de capitaux.

### 2.2.1. L'intérêt pour les autorités de se soumettre à des règles

Dans le débat « *rules versus discretion* » qui traverse l'ensemble des réflexions sur la politique monétaire, le développement des marchés de capitaux tend à faire pencher la balance en faveur de l'adoption de règles, sans pour autant que l'élément de jugement propre à la conduite de la politique monétaire dans un environnement perpétuellement changeant puisse vraisemblablement n'être jamais éliminé<sup>1</sup>. L'exigence de coordination étroite des politiques économiques qui s'imposait au plan technique dans le cas, en principe transitoire, de recours à l'encadrement du crédit dans une économie dont les marchés de capitaux sont peu développés trouve ainsi son pendant, lorsque les marchés sont vastes, dans la surveillance qu'ils exercent en permanence sur la conduite des politiques économiques : ces dernières doivent être « crédibles ». De manière plus précise, deux évolutions se dessinent : dans le domaine monétaire proprement dit, la formulation de règles prend un caractère davantage formel, général et permanent ; de plus, afin de prendre en compte les inévitables interactions entre les différentes composantes du « *policy mix* », l'énoncé de règles paraît devoir s'étendre au domaine budgétaire. On sera plus bref sur l'aspect budgétaire qui sort quelque peu du cadre de cet exposé.

#### 2.2.1.1. Les règles monétaires

D'une manière générale, les règles monétaires ont pour objet de stabiliser les anticipations nominales en contribuant à la création d'un environnement de stabilité des prix. On attend d'un tel environnement une réduction à la fois de la volatilité des prix sur les marchés financiers et des primes de risque incluses dans les taux d'intérêt. Si les mesures appropriées sont également prises pour favoriser la flexibilité de l'offre de biens et services, il doit finalement en résulter une réduction du « ratio de sacrifice », c'est-à-dire de la baisse à court terme de la production nécessaire pour réduire l'inflation d'un pourcentage donné, étant entendu qu'à moyen terme la politique monétaire n'affecte pas le niveau de la production mais seulement celui des prix.

Durant les années 1970-1980, la formulation de règles monétaires a pris dans la plupart des grands pays industriels la forme d'objectifs dits intermédiaires portant sur la progression d'agrégats monétaires et/ou sur les taux de change. Les objectifs monétaires, fixés par les banques centrales, avaient en général un caractère moins formel que les objectifs de change qui pouvaient également être souscrits par les gouvernements dans le cadre d'accords de change « régionaux », tels que le Système monétaire européen (SME), qui ont succédé au système monétaire international de Bretton Woods après 1973.

Cependant, l'innovation et la déréglementation financières ont eu pour effet de mettre à la disposition des agents des actifs financiers à la fois mieux rémunérés et plus liquides, donc plus facilement substituables à la monnaie au sens strict. Il en est résulté une plus grande difficulté à contrôler l'évolution des agrégats de monnaie. La réponse des banques centrales à cette évolution a été variable, certaines abandonnant le « targeting » monétaire, d'autres l'adaptant comme l'a fait la Banque de France d'abord en changeant l'agrégat-support de son objectif monétaire en 1990, puis en substituant un objectif à moyen terme à son objectif annuel à partir de 1994. Tout en restant un facteur déterminant de

<sup>1</sup> Cf. André Icard, « Les effets de la politique monétaire dans un environnement financier en mutation », Cahiers économiques et monétaires n° 40 – 1992 – p 27-43

la crédibilité lorsqu'elle porte sur des monnaies stables, la poursuite d'objectifs de change a elle aussi été rendue plus difficile par la libération complète des mouvements de capitaux. C'est ainsi que, depuis le 2 août 1993, les marges de fluctuation bilatérales autour de cours-pivots ont été élargies de  $\pm 2,25\%$  à  $\pm 15,0\%$  dans le mécanisme de change du SME.

En revanche, on a vu se généraliser un changement institutionnel majeur avec l'accession des banques centrales à l'indépendance, conjointement avec l'obligation pour elles de poursuivre un objectif de stabilité des prix. Ce changement s'est opéré non seulement dans plusieurs pays de l'Union européenne, mais aussi en Nouvelle-Zélande et au Canada. Il procède de la volonté de stabiliser les anticipations nominales en résolvant le problème dit de la « cohérence temporelle » : si le gouvernement s'engage seul à poursuivre une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, il peut être tenté d'en dévier à un moment donné ; il le sera même d'autant plus qu'il aura réussi à persuader les agents privés de la constance de son engagement (la « surprise » d'inflation aura alors un impact d'autant plus fort sur le niveau de la production à court terme) ; en conséquence, les agents privés cherchent à s'assurer contre ce risque en demandant un supplément de rémunération (« prime de risque d'inflation ») ; afin de retirer les bénéfices de son engagement, le gouvernement est donc conduit à le consacrer par un aménagement institutionnel qui le dessaisit de la responsabilité de conduire la politique monétaire et la confie à la Banque centrale rendue indépendante et investie d'un objectif de stabilité des prix. Dans l'Union européenne, une incitation supplémentaire découle du traité de Maastricht qui prévoit que la future monnaie unique européenne sera émise par le Système européen de banques centrales (SEBC) composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales, toutes indépendantes. Il est également remarquable que le Traité prévoie que la politique monétaire devra se conformer aux principes de marché, ce qui exclut notamment le recours à des instruments directs tels que l'encadrement et, plus généralement, est propice à l'instauration d'un climat de confiance entre les autorités et les marchés.

#### 2.2.1.2. Les règles budgétaires

Bien qu'il existe des précédents, notamment aux États-Unis avec la loi Gramm-Rudman, le traité de Maastricht apparaît dans ce domaine aussi comme un précurseur puisque la conduite des politiques budgétaires des États membres y est soumise à des critères de « soutenabilité ». Ces derniers comportent notamment des valeurs de référence pour les niveaux rapportés au produit intérieur brut du déficit et de la dette des administrations publiques — respectivement 3 % et 60 % — qui ont vocation à jouer le rôle de plafonds. De plus, le Traité prévoit que les dispositions sur la « soutenabilité » des finances publiques sont d'application permanente : elles doivent être observées non seulement avant mais aussi après la formation de l'Union monétaire.

En outre, le Traité prévoit d'isoler, au plan technique, la conduite des politiques monétaire et budgétaire en interdisant aux banques centrales qui composent le SEBC de faire crédit aux organismes publics ou de souscrire des titres qu'ils émettent (article 104 du Traité). Enfin, l'article 104-A du Traité prohibe l'accès privilégié de ces organismes aux intermédiaires financiers, ce qui devrait notamment interdire l'imposition de plafonds de détention d'effets publics et plus généralement contribuer à soumettre le financement des déficits budgétaires à une contrainte de respect des principes de marché analogue à celle mentionnée à propos de la politique monétaire.

#### 2.2.2. L'énoncé de règles encadrant l'activité des agents privés

Bien que la réglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit ne porte pas nécessairement sur des domaines nouveaux lorsque les marchés de capitaux sont très développés, elle répond aussi à des préoccupations nouvelles. On en mentionnera brièvement certains aspects généraux avant d'évoquer quelques applications sectorielles.

### 2.2.2.1. Caractères généraux

Plusieurs traits tendent à caractériser l'action réglementaire lorsque les marchés de capitaux sont très développés :

- la volonté de réduire les risques, y compris ceux qui pourraient résulter d'ambiguïtés ou de lacunes dans le dispositif réglementaire ;
- la prise en compte des aspects internationaux, dans la double perspective de ne pas négliger l'importance des opérations transfrontalières dans des économies qui sont aussi très ouvertes sur l'extérieur et de ne pas créer de distorsion de concurrence entre différents pays. Ceci explique le rôle croissant d'organismes internationaux dans la genèse des réglementations. Il en va ainsi, au niveau des pays membres du Groupe des Dix, du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire qui a, par exemple, élaboré le ratio international de solvabilité — «ratio Cooke» — mais dont les prises de position n'entraînent pas d'obligation juridique pour les États concernés. Il en va bien sûr aussi de même des instances communautaires au niveau de l'Union européenne : l'acte unique, adopté en 1986, a énoncé les principes fondamentaux de la liberté d'établissement, de libre prestation des services et de la reconnaissance mutuelle des agréments d'établissements de crédit, ce qui a donné naissance à une importante législation dérivée ;
- le souci de ne pas créer de «risque moral», c'est-à-dire de ne pas déresponsabiliser les agents privés en leur laissant entendre que les autorités pourraient se porter garantes de leurs agissements même s'ils sont contraires à l'intérêt collectif. Ceci implique un certain degré d'engagement de la part des agents privés, cet engagement pouvant prendre différentes formes telles que la participation aux contrôles à travers la surveillance permanente des risques encourus ou même la participation financière au dédommagement des sinistres. Ceci peut aussi peut aussi conduire les autorités à ne pas contraindre directement les agents privés mais plutôt à leur fournir des recommandations pour être ensuite mieux à même de leur faire supporter le poids d'errements éventuels.

On notera que l'intervention d'organismes internationaux tels que le Comité de Bâle et le souci de ne pas créer de «risque moral» tendent à conférer à l'intervention publique un caractère informel que l'on peut opposer, jusqu'à un certain point, au formalisme des règles que les autorités s'imposent à elles-mêmes.

### 2.2.2.2. Applications sectorielles

On indiquera très rapidement quelques domaines d'action réglementaire, dans les secteurs des marchés, des banques et des systèmes de paiements.

Le bon fonctionnement des marchés, particulièrement du marché monétaire, est un enjeu décisif pour l'efficacité de la politique monétaire dans une économie de marchés de capitaux très développés. Dans ce domaine, les actions réglementaires peuvent notamment porter sur la disponibilité, la qualité et la circulation de l'information ainsi que sur la sécurisation des opérations. Dans de nombreux cas, les autorités ne peuvent cependant que fournir des instruments juridiques nouveaux aux marchés, en laissant à ces derniers le choix de les utiliser ou pas ; toutefois, les instruments les mieux sécurisés sont en général adoptés à la fois parce que c'est l'intérêt des participants et parce que la sécurité d'une place financière contribue à sa bonne réputation et finalement au volume d'activité qui s'y traite.

Dans le domaine bancaire, une manière pour les établissements de diminuer le risque de retraits massifs de dépôts en favorisant un climat de confiance avec les déposants est de créer un mécanisme de garantie des dépôts qu'ils s'engagent à financer par des contributions. Une intervention réglementaire

dans ce sens peut parfois être utile mais elle ne va sans provoquer un problème de « risque moral » que l'on a pu résumer dans le cas américain par la formule « Pile : je gagne ; face : le FDIC<sup>1</sup> perd ». À cet égard, on relèvera que le projet de réglementation communautaire dans ce domaine ne porte que sur la mise en œuvre d'un système minimal de garantie destiné à diminuer les distorsions de concurrence pouvant résulter des systèmes différenciés actuellement en vigueur. Un moyen pour les autorités de pallier ce « risque moral » est d'élèver le coût de la faillite bancaire en imposant aux établissements des obligations de fonds propres : sous la pression des actionnaires, les gestionnaires des banques sont alors conduits à davantage prendre en compte les risques que leurs décisions font courir à l'établissement. On sait que le risque de crédit est ainsi pris en compte par le ratio de solvabilité qui rapporte les risques pondérés encourus par les banques au montant de leurs fonds propres. Il est également prévu de demander aux grandes banques internationales et, dans le cadre européen, à l'ensemble des entreprises d'investissement et des établissements de crédit de déterminer leurs risques de marché et de les comparer aux fonds propres complétés selon certaines modalités.

Dans le domaine des systèmes de paiements, enfin, les banques centrales se sont récemment efforcées de diminuer les risques de règlement ; en effet, ces derniers peuvent donner lieu à des externalités très importantes en raison de la forte interdépendance entre les participants qui caractérise le fonctionnement des systèmes de compensation. Au plan européen, il a ainsi été estimé que le meilleur moyen de limiter le risque de crédit dans les systèmes de paiements était de mettre en place auprès des banques centrales des systèmes de règlement brut en temps réel destinés à acheminer la part la plus importante possible de paiements de montant élevé. Ce principe est en cours d'application, de même qu'est en cours de développement, sous la direction de l'Institut monétaire européen, un système dénommé *Target* qui reposera sur l'interconnexion des systèmes à règlement brut nationaux et qui sera utilisé pour la mise en œuvre de la politique monétaire unique<sup>2</sup>.

Ce rapide survol tend à confirmer que le rôle croissant des marchés de capitaux dans le financement des économies, *a priori* non réversible, s'accorde mal de la mise en œuvre d'instruments directs de politique monétaire. En outre, l'encadrement des interventions publiques et la nécessité d'obtenir la participation des agents privés à la préservation d'un indispensable cadre réglementaire contribuent probablement à rapprocher, en la matière, le droit d'inspiration française et celui en vigueur dans les pays anglo-saxons où le développement des marchés financiers est d'ailleurs souvent plus ancien.

---

<sup>1</sup> Federal Deposit Insurance Corporation (Fonds de garantie fédérale des dépôts des banques et des caisses d'épargne).

<sup>2</sup> Cf. Yvon Lucas, « Le rôle des systèmes à règlement brut en temps réel dans la réduction des risques de règlement », communication à la Conférence EFMA, Bruxelles (Belgique), 22 juin 1995

# ESSAI DE MODÉLISATION DE L'EFFET DE STABILISATION DES TAUX D'INTÉRÊT À TRÈS COURT TERME DES RÉSERVES OBLIGATOIRES

Dès lors que leur éventuelle rémunération n'est pas pleinement indexée sur les taux d'intérêt à très court terme, c'est-à-dire que leur coût d'opportunité n'est pas constant, des réserves obligatoires (RO) calculées en moyenne sur une assez longue période exercent un effet stabilisateur sur ces taux.

---

MANUEL VAZQUEZ  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur la politique monétaire*

- Si l'aversion des banques au risque n'est pas nulle, l'effet de stabilisation est optimal si la rémunération des RO est partiellement indexée sur les taux d'intérêt à très court terme du marché. Ce résultat contredit l'intuition selon laquelle l'effet de stabilisation serait supérieur lorsque la rémunération servie aux réserves est constante — éventuellement nulle —, c'est-à-dire lorsque les profits d'arbitrage potentiels sont les plus importants.
- L'obtention d'un effet de stabilisation des taux d'intérêt requiert probablement des montants

de RO de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards de francs pour la France, par exemple. En effet, d'une part, de tels montants sont nécessaires pour lisser des variations de taux importantes ; d'autre part, ils réduisent l'élasticité des taux à la demande de liquidité des banques, donc accroissent les profits potentiels d'une gestion efficiente des réserves et l'incitation à lisser les taux d'intérêt.

- L'ampleur de l'effet de stabilisation dépend de la nature de la fonction de réaction des taux d'intérêt à très court terme à la demande de liquidité par les banques.

- Dans le cadre d'un modèle ne comportant qu'un seul arbitrage, le lissage des taux d'intérêt à très court terme permis par des réserves obligatoires calculées en moyenne n'est pas complet. Le marché n'a alors intérêt qu'à réduire l'écart anticipé de taux d'un pourcentage d'autant plus faible que l'élasticité des taux d'intérêt à la demande de liquidité est une fonction croissante de celle-ci.
- Cependant, l'introduction d'un modèle dynamique comportant plusieurs arbitrages successifs permet de montrer que l'effet stabilisateur des réserves obligatoires peut être beaucoup plus important que ne le laisse prévoir le modèle statique.

La présente étude a pour objectif de proposer une modélisation de l'effet de réserves obligatoires calculées en moyenne sur les taux d'intérêt à très court terme, puis d'en déduire des enseignements relatifs à leur montant et leurs modalités de rémunération optimaux pour la stabilisation des taux d'intérêt à très court terme<sup>1</sup>.

Le rôle macro-économique des réserves obligatoires ne sera pas évoqué. Toutefois, notre approche ne préjuge pas un éventuel rôle des réserves comme instrument de contrôle monétaire puisque, même dans le cas d'une rémunération non nulle, l'ordre de grandeur de la taxation totale souhaitée à des fins de contrôle monétaire peut être atteint, sous la contrainte d'un niveau-cible de réserves obligatoires, en jouant sur le coût d'opportunité de la détention de réserves (c'est-à-dire l'écart entre la rémunération servie sur les réserves obligatoires et celle obtenue sur le marché interbancaire).

Le cadre dans lequel s'inscrivent tous les résultats qui suivent comporte une banque centrale maintenant les taux d'intérêt à très court terme à l'intérieur d'un corridor. Plus précisément, des facilités permanentes permettent à la banque centrale de fournir ou de retirer le montant adéquat de liquidité lorsque les taux d'intérêt à très court terme menacent de sortir de ce corridor, mais la plus grande partie des chocs sur la liquidité bancaire doivent pouvoir être absorbés grâce aux réserves obligatoires.

Deux approches étroitement liées de l'effet de stabilisation des réserves obligatoires sont possibles :

- une approche consistant à examiner comment des réserves obligatoires peuvent absorber ou amortir des chocs de la liquidité qui ne seraient pas accommodés par la banque centrale ;
- une approche consistant à déterminer comment des réserves calculées en moyenne peuvent lisser des variations de taux d'intérêt : c'est celle développée dans cette étude.

Dans une première partie, sera mise en évidence l'incitation pour une banque à gérer activement ses réserves. Dans un second temps, on représente au niveau du marché l'effet sur les taux d'intérêt à très court terme d'une gestion efficiente de leurs réserves obligatoires par les banques, selon diverses hypothèses d'élasticité des taux aux fluctuations de la liquidité bancaire ; des estimations d'ordres de grandeur souhaitables des réserves obligatoires sont également proposées. Un complément explore les conséquences pour la formation des taux et le niveau souhaitable des réserves d'arbitrages intriquotidiens successifs effectués par les établissements. Enfin, deux annexes développent certains calculs non reproduits dans le corps du texte.

<sup>1</sup> L'auteur tient à remercier E. Pauly (DMC), J. Lacoste et F. Wilhelm (DMC – Cellule monétaire), O. de Bandt et P. Sicsic (DEER – Centre de recherche), D. Durand (DDPE – BSME) et P. Frochen (DESM – SEPM) pour l'aimable intérêt qu'ils ont bien voulu porter aux versions préliminaires de cette note et les judicieuses remarques dont ils lui ont fait part. Il demeure entièrement responsable d'éventuelles erreurs.

## 1. Le modèle à l'échelle d'une banque

Le modèle utilisé étudie une période de constitution, partagée en deux sous-périodes non sécables de durées égales. Le cadre théorique est celui de la concurrence pure et parfaite, c'est-à-dire que l'impact des mouvements de réserves d'une banque sur le marché est négligeable.

### 1.1. Hypothèses

La banque considérée doit constituer en moyenne sur la période un montant connu  $m$  de réserves, soit :

$$\begin{aligned} m + R &\text{ en sous-période 1} \\ m - R &\text{ en sous-période 2} \quad (R \text{ positif ou négatif}) \end{aligned}$$

Nous nous situons en sous-période 1. Le taux interbancaire sur la sous-période 1 est connu et vaut *a priori*  $r_1$ .

La banque anticipe un taux interbancaire égal à  $r_2^*$

$$\text{avec } r_2^* = r_1 + \varepsilon^*$$

Remarquons qu'une valeur de  $\varepsilon^*$  différente de 0 peut s'interpréter aussi bien comme l'anticipation d'un choc sur la sous-période 2 que comme l'anticipation d'un « retour à la normale », après un choc sur la sous-période 1.

Les réserves obligatoires sont rémunérées en sous-période  $i$  au taux  $t_i$  déterminé par la formule :

$$t_i = a + b(r_i - c) \quad [1]$$

où 1)  $r_i$  est le taux final sur le marché interbancaire en sous-période  $i$ . Ce taux est donc déterminé *ex post*.

2) a, b, c sont des constantes fixées *ex ante* pour la période par la banque centrale :

- si  $a = b = 0$ , les RO ne sont pas rémunérées ;
- si  $b = 0$ , la rémunération servie sur les RO est fixe et vaut  $a$ , donc leur coût d'opportunité est variable ;
- si  $a = 0$  et  $b = 1$ , alors  $t_i = r_i - c$  : le coût d'opportunité des RO est fixe et vaut  $c$ . L'effet de stabilisation est alors perdu ;
- si  $a = 0$ ,  $c = 0$  et  $0 < b < 1$ , alors  $t_i = br_i$  : la rémunération et le coût d'opportunité des RO sont tous deux variables et proportionnels à  $r_i$ .

Bien sûr, d'autres combinaisons sont possibles, mais elles sont moins lisibles et donc moins propices à la politique monétaire.

**1.2. Si le coût d'opportunité associé à la détention des réserves obligatoires n'est pas constant, dès lors que  $r_2^* \neq r_1$ , l'existence de RO calculées en moyenne permet à la banque d'espérer un gain d'arbitrage en gérant activement ses réserves**

En effet, le gain d'opportunité anticipé qui résulterait de la constitution de R (réserves supplémentaires en sous-période 1) et de -R (réserves supplémentaires en sous-période 2) s'établit à<sup>1</sup> :

$$G^*(R) = -(r_1 - t_1)R + (r_2^* - t_2)R$$

Soit  $G^*(R) = (1-b)(r_2^* - r_1)R$  [2]

ou  $G^*(R) = (1-b)\varepsilon^* R$  [2']

Si  $r_2^* > r_1$  la banque a intérêt à se placer en avance de réserves ( $R > 0$ ), à condition que b soit différent de 1, c'est-à-dire que la rémunération des réserves obligatoires ne soit pas complètement indexée sur les taux interbancaires.

Inversement, si  $r_2^* < r_1$  la banque peut réaliser un gain en se plaçant en retard de réserves ( $R < 0$ ).

<sup>1</sup> Les coûts de transaction induits par une gestion active des RO sont négligeables. En effet :

- les mouvements sur les comptes des banques auprès de la banque centrale sont institutionnellement non payants ;
- si les banques ont des besoins de liquidité structurels, cette gestion active n'implique nullement des opérations supplémentaires sur le marché interbancaire.

<sup>2</sup> Il pourrait paraître nécessaire d'actualiser le gain réalisé en sous-période 2 en le réduisant d'un facteur

$$\frac{1}{1+r_1}$$

\* *Ceteris paribus*, l'influence de ce facteur correctif :

- est négligeable si les deux sous-périodes sont très courtes (pour des sous-périodes d'une journée, il représenterait une correction de  $R_2$  de l'ordre de 0,15 point de base) ;
- mais devrait être pris en compte si les deux sous-périodes du modèle sont plus longues ou, ce qui revient au même, si dans un modèle à  $2n \geq 4$  sous-périodes, la période totale de constitution est longue (pour une période d'un mois, la correction de  $R_2$  équivaudrait à 2 points de base).

Corollairement :

- l'arbitrage serait très légèrement asymétrique, avec une incitation à optimiser la gestion des réserves supérieure lorsque c'est une baisse des taux qui est anticipée ;
- de plus, il existerait un biais systémique : à montant égal, un coût futur étant préféré à un coût immédiat, la banque est incitée à remplir ses réserves (coûteuses) le plus tard possible.

\* Cependant, si l'on prend en compte les variations de taux induites par la gestion active des réserves, alors l'asymétrie et le biais deviennent extrêmement réduits. Il semble même au contraire que pour des montants de RO importants, ce biais soit légèrement surcompensé par les risques et le coût qu'induit un tel procédé ; en effet, la banque serait alors totalement contrainte (par les pénalités) de bloquer des RO plus importantes à la fin de la période de constitution. Si, en théorie, cette perte d'opportunité est rémunérée par le taux d'intérêt servi, cela n'est pas le cas ici puisque :

- tant l'existence des pénalités que l'asymétrie de la volatilité des taux introduisent une asymétrie du risque,
- dans un modèle de constitution sur  $2n \geq 4$  sous-périodes (par exemple 30 jours), le taux d'intérêt servi est n fois celui sur une sous-période, alors même que les montants sont bloqués durant n sous-périodes.

Ceci explique la tendance observée pour les banques à se mettre partiellement en avance de réserves (*front-loading*). Mais, le gain d'utilité résultant étant très faible, nous le négligerons par la suite.

## 2. Le modèle à l'échelle du marché

Si les anticipations du marché sont concourantes, les banques effectueront globalement des mouvements de réserves importants. Par exemple, si le marché anticipe une baisse des taux interbancaires à très court terme (ou la résorption d'une pénurie de liquidités), la plupart des banques chercheront à se placer en retard de réserves en sous-période 1 en prévoyant d'emprunter des liquidités supplémentaires en sous-période 2 pour y accroître leurs réserves obligatoires et ainsi remplir en moyenne leurs obligations.

*Ceteris paribus*, cela entraîne une réduction du taux d'intérêt en sous-période 1 et, si le marché est rationnel, un accroissement symétrique du taux anticipé pour la sous-période 2. Les mouvements de réserves obligatoires motivés par un gain d'arbitrage tendent donc à réduire l'écart des taux entre les deux sous-périodes<sup>1</sup>.

Ce raisonnement n'est bien sûr valide qu'à l'intérieur de la fourchette de taux déterminée par la banque centrale.

On pose les définitions suivantes :

$\varepsilon_0$  est l'écart de taux entre les sous-périodes 1 et 2 en l'absence de gestion efficiente des réserves obligatoires<sup>2</sup>.

$\varepsilon(R)$  est l'écart de taux subsistant après  $R$  mouvements de réserves<sup>5</sup>

$\varepsilon_1$  est l'écart de taux après  $R_1$  mouvements de réserves permettant au marché d'espérer une utilité maximale et un gain  $G_1$ <sup>5</sup>

Si l'on retient comme fonction d'utilité pour le marché :

$$U = E(G) - \frac{1}{2} p \text{Var}(G) \quad [3]$$

où  $p$  est un paramètre d'aversion au risque, il vient de l'expression du gain agrégé du marché :

$$G(R) = (1 - b) \varepsilon(R) R \quad [4]$$

que l'utilité s'établit à :

$$U(R) = (1 - b) E(\varepsilon) R - \frac{1}{2} p (1 - b)^2 s^2 R^2 \quad [5]$$

$$\text{où } s^2 = \text{Var}(\varepsilon)$$

$$\text{L'utilité du marché est maximale lorsque : } \frac{dU}{dR} = 0$$

Soit pour la solution  $R_1$  de l'équation en  $R$  :

$$(1 - b) \left[ \frac{dE(\varepsilon)}{dR} (E(\varepsilon) R) - p (1 - b) s^2 R \right] = 0$$

qui équivaut à :

$$\frac{dE(\varepsilon)}{dR} \times R E(\varepsilon) - p (1 - b) s^2 R = 0 \quad [6]$$

<sup>1</sup> D'autres techniques d'arbitrage (par exemple sur la courbe des taux à très court terme) y concourent également. N'est étudié ici que l'effet des RO *sui generis*.

<sup>2</sup> On supposera que les anticipations ne sont pas biaisées et, afin de simplifier la présentation, d'une part on identifiera  $\varepsilon_1$  et  $\varepsilon_0$  à leurs espérances, et d'autre part on ne distinguera désormais pas les écarts de taux d'intérêt et les gains anticipés de ceux effectivement réalisés.

Il semble pour le moins difficile de déterminer empiriquement la fonction  $E(\varepsilon)(R)$ , ne serait-ce que parce qu'elle change quotidiennement, quoiqu'il soit certain que  $E(\varepsilon)$  est une fonction décroissante de  $R$ , c'est-à-dire que, toutes choses égales par ailleurs, le taux d'intérêt croît avec la demande de liquidités.

Pourtant, l'efficacité des RO pour stabiliser les taux à très court terme dépend étroitement de la nature de cette fonction, comme le montrent les exemples suivants.

### **2.1. On suppose que l'élasticité des taux à la demande de liquidité est constante et vaut $k$**

$$\text{On pose alors : } \frac{dE(\varepsilon)}{dR} = -2k \quad k > 0$$

$$\text{et} \quad E(\varepsilon) = \varepsilon_0 - 2kR \quad [7]$$

Alors, en substituant dans [6], on obtient comme mouvement de réserves optimal :

$$R_1 = \frac{\varepsilon_0}{4k + p(1-b)s^2} \quad [8]$$

Après ce mouvement de réserves, il demeure l'écart de taux  $\varepsilon_1$  avec :

$$\varepsilon_1 = \varepsilon_0 - 2kR_1 \quad [9]$$

$$\text{soit : } \frac{\varepsilon_1}{\varepsilon_0} = \frac{1 + (1-b)\theta}{2 + (1-b)\theta} \quad [10]$$

$$\text{où} \quad \theta = \frac{ps^2}{2k}$$

L'objectif de la banque centrale, lorsqu'elle détermine la valeur de  $b$ , est que les taux soient le plus possible lissés, c'est-à-dire que  $\frac{\varepsilon_1}{\varepsilon_0}$  soit minimum.

D'après la formule [8], il conviendrait pour ce faire que  $b$  soit voisin de 1, car  $\frac{\varepsilon_1}{\varepsilon_0}$  est une fonction décroissante de  $b$ .

Cependant, le gain d'opportunité réalisé par le marché s'établit, en substituant [8] et [9] dans [4], à :

$$G_1 = \frac{(1-b)\varepsilon_0^2}{4k + p(1-b)s^2} \quad [11]$$

Ce gain, donc l'incitation à effectuer des mouvements de réserves de nature à lisser les variations de taux, est fonction décroissante de  $b$  et tend vers 0 lorsque  $b$  tend vers 1.

Il existe donc un dilemme et, si les banques sont averses au risque, la valeur de  $G$  optimale pour l'effet de stabilisation des taux n'est pas, comme une première intuition l'indiquerait, la valeur autorisant les gains d'opportunité les plus importants aux banques.

*Ce résultat pourrait s'interpréter ainsi : la non-indexation de la rémunération des RO (c'est-à-dire la rémunération à taux constant) donne aux banques des gains d'opportunité supérieurs, mais au prix d'un risque plus élevé ; elles sont donc incitées à une gestion plus prudente de leurs avances et retards de réserves, ce qui réduit l'effet de stabilisation attendu. Une indexation partielle de la rémunération des RO peut donc accroître leur effet de stabilisation des taux d'intérêt à très court terme.*

S'il demeure qu'il est difficile d'apprécier le seuil à partir duquel les gains d'opportunité potentiels incitent effectivement à une gestion active des réserves, l'hypothèse d'efficience des marchés impliquerait que ce seuil soit nul et il est vraisemblable qu'il est faible<sup>1</sup>

Remarquons que ces gains d'opportunité sont (cf. [11]) :

- proportionnels à  $(1 - b)$ , c'est-à-dire au degré de non-indexation de la rémunération servie sur les RO ;
- proportionnels au carré de l'écart anticipé de taux ;
- quasiment inversement proportionnels à l'élasticité  $k$  des taux à un mouvement de réserves. De nouveau se manifeste le dilemme précédent : plus cette élasticité est élevée, plus un faible mouvement de réserves obligatoires stabilise les taux, mais moins les banques y sont incitées.

Le tableau suivant fournit une estimation des gains potentiels (en milliers de francs) pour un arbitrage sur deux sous-périodes d'une journée consécutives sous les hypothèses suivantes :

$b = 0$  (rémunération constante des RO)

$p = 0$  (les banques ne sont pas réfractaires au risque)

Tableau 1

<b>PROFITS POTENTIELS D'UN ARBITRAGE</b>							
	(en milliers de francs)						
	Écart de taux anticipé						
	en pourcentage	0,0625	0,125	0,25	0,5	1	2
le retrait de 1 milliard de francs .....	0,005	5	21	86	34	133	533
de liquidité interbancaire .....	0,01	3	11	43	171	685	2740
élève le taux au jour le jour .....	0,05	18	2	9	34	137	548
de (a) .....	0,10	36	4	4	17	68	274
(a) Cela correspond à des valeurs de $k$ s'étageant de $0,5 \cdot 10^{-13}/365$ à $10^{-12}/365$ .							

La valeur et même l'ordre de grandeur de l'élasticité  $k$  des taux à très court terme à la demande de liquidités sont difficiles à estimer, car ils dépendent de paramètres très nombreux : politique d'intervention de la banque centrale, anticipation des marchés, niveau des réserves obligatoires, etc. et ce selon des relations sans doute difficiles à quantifier.

Par ailleurs, cette élasticité devrait être une fonction croissante de  $\epsilon$  : si un relèvement des taux directeurs est anticipé, il est fort probable que le marché soit plus sensible à une demande accrue de

<sup>1</sup> Ce seuil dépend du coût sur longue période du processus décisionnel (coût de maintenance de la capacité technique et de systèmes d'information idoines).

liquidités : les cases grisées des tableaux 1 et 2 correspondent donc à des couples ( $\varepsilon$ , k) peu vraisemblables.

Un second tableau indique l'ordre de grandeur (en milliards de francs) des mouvements de réserves obligatoires nécessaires à la réduction optimale pour les banques d'une variation anticipée de taux (cf. [8]).

Tableau 2

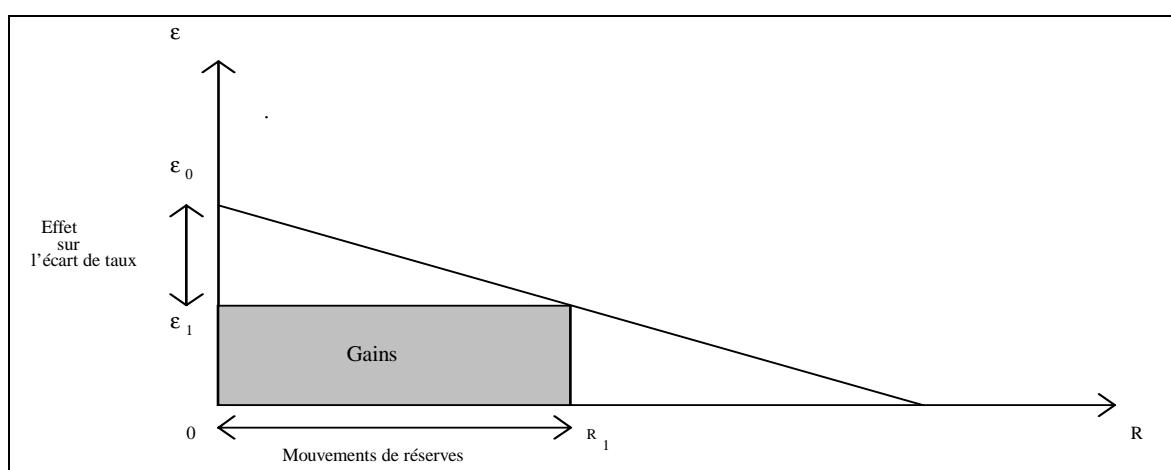
<b>MOUVEMENT DE RÉSERVES OPTIMAL</b>							
(en milliards de francs)							
		Écart de taux anticipé					
		en pourcentage	0,0625	0,125	0,25	0,5	1
		0,005	3,125	6,25	12,5	25	50
		0,01	1,565	3,125	6,25	12,5	25
		0,05	0,313	0,625	1,25	2,5	5
		0,10	0,156	0,313	0,625	1,25	2,5

Par exemple, avec une élasticité des taux à la demande de liquidité de 0,01 % pour un milliard de francs, le lissage d'un relèvement de 1,0 % des taux directeurs requiert un mouvement de réserves de 25 milliards, donc des réserves totales supérieures.

*La conclusion qui peut être déduite de ces simulations est que, dès lors qu'une variation importante des taux au jour le jour ou un choc significatif sur la liquidité est anticipé, une gestion efficiente des réserves devient très profitable et incite à des mouvements de réserves de nature à lisser les variations de taux. Il est utile pour cela que les RO atteignent des montants importants. En outre, on peut souligner que l'optimum pour le marché consiste non pas à annuler, mais à réduire au plus de moitié la variation de taux résultant d'un choc. En effet, si l'écart anticipé de taux est annulé par les mouvements de réserves, le gain d'opportunité qui n'est déterminé qu'ex post est lui aussi annulé.*

Ce résultat peut s'illustrer de la manière suivante :

Schéma 1



La droite représente la relation entre  $\varepsilon$  et  $R$  ( ici  $\varepsilon = \varepsilon_0 - 2kR$  )<sup>1</sup>.

Si les banques ne sont pas réfractaires au risque, l'utilité du marché est égale à l'espérance de son profit (cf. [3]). Ce profit s'écrit :

$$G(R) = (1 - b)\varepsilon R \quad (\text{cf. [4]})$$

Il est donc proportionnel au produit de  $\varepsilon$  et de  $R$ , c'est-à-dire à l'aire du rectangle « grisé ». Cette aire est maximale lorsque  $\varepsilon = \varepsilon_0/2$ , soit lorsque l'écart anticipé de taux a été réduit de moitié par les mouvements de réserves.

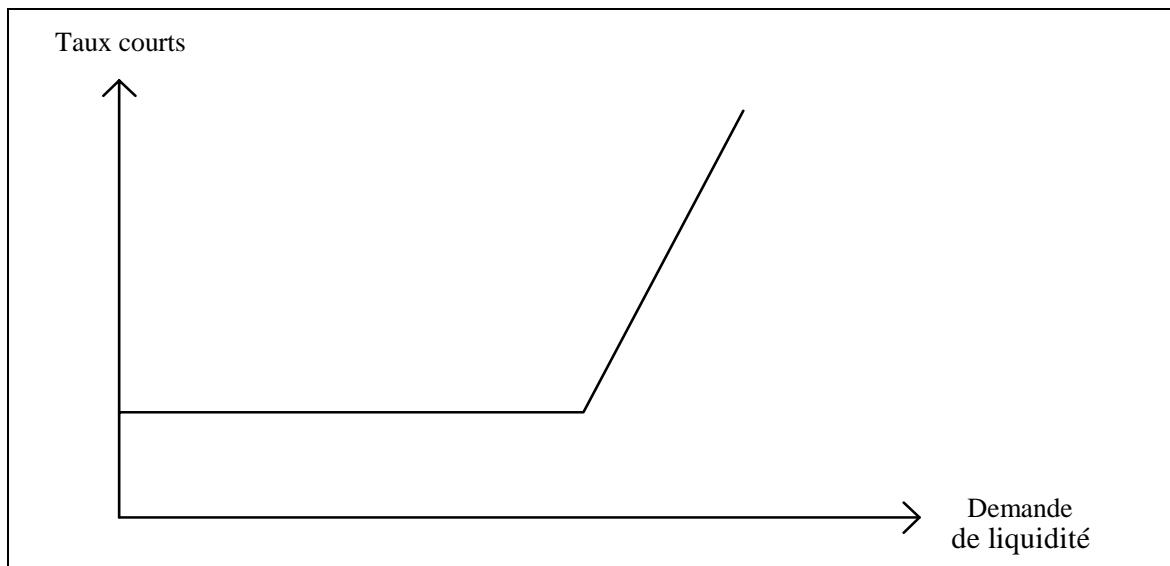
Cette représentation graphique permet d'étudier l'effet de stabilisation des taux par des réserves obligatoires calculées en moyenne, selon diverses hypothèses sur la fonction reliant les taux d'intérêt à très court terme et la demande de liquidités supplémentaires induite par les mouvements de réserves :

- le cas d'une fonction linéaire était l'objet du paragraphe 2.1. ;
- au paragraphe 2.2., nous examinons le cas d'une fonction affine par morceaux ;
- plus généralement, au paragraphe 2.3., nous étudions les cas de fonctions concaves puis convexes.

### **2.2. $\varepsilon$ est une fonction affine par morceaux de $R$**

Selon les praticiens du marché monétaire à la Banque de France, la fonction de réaction des taux d'intérêt à un choc de demande de liquidité interbancaire serait, dans la configuration institutionnelle française, du type suivant :

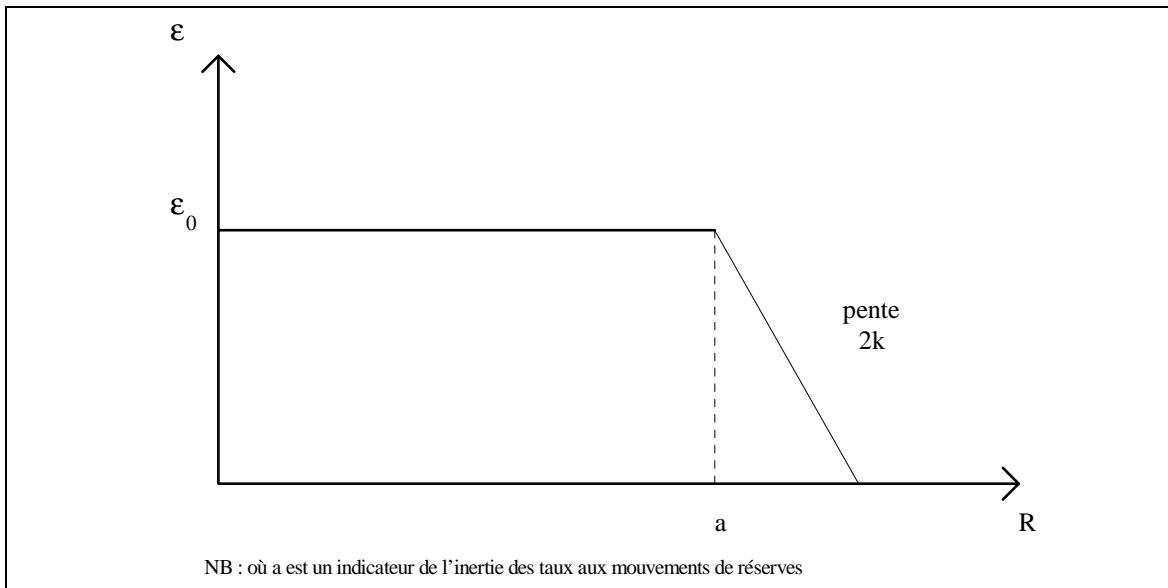
#### Schéma 2



<sup>1</sup> Afin de simplifier la présentation, on confondra désormais  $E(\varepsilon)$  et  $\varepsilon$ .

La fonction  $\varepsilon(R)$  est alors du type :

Schéma 3



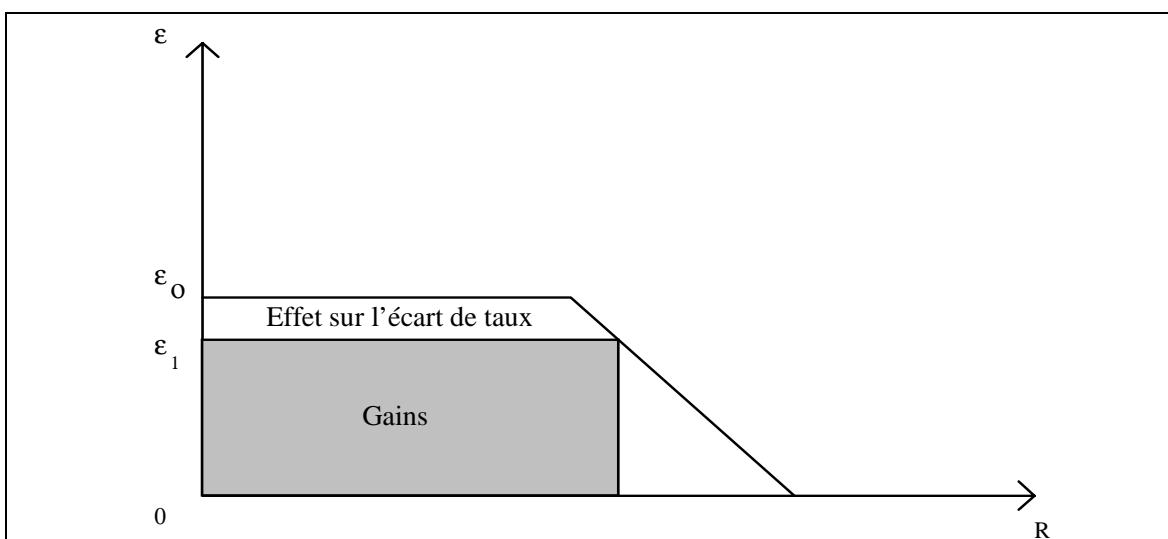
Dans ce cas, des calculs, reproduits en annexe 1, permettent de distinguer trois situations distinctes en ce qui concerne l'effet de stabilisation des RO.

#### 2.2.1. Si le niveau des RO est élevé et si l'écart anticipé de taux est important relativement à « l'inertie du marché »

$$\text{C'est-à-dire si } \varepsilon_0 > a(2k + p(1 - b)s^2) \quad [12]$$

Alors, on conserve un effet de stabilisation, faible ( $\varepsilon_0$  très proche de  $\varepsilon_1$ ), quoique certain, puisque les profits associés sont importants (graphiquement, l'aire maximale du rectangle inscrit sous la courbe est importante).

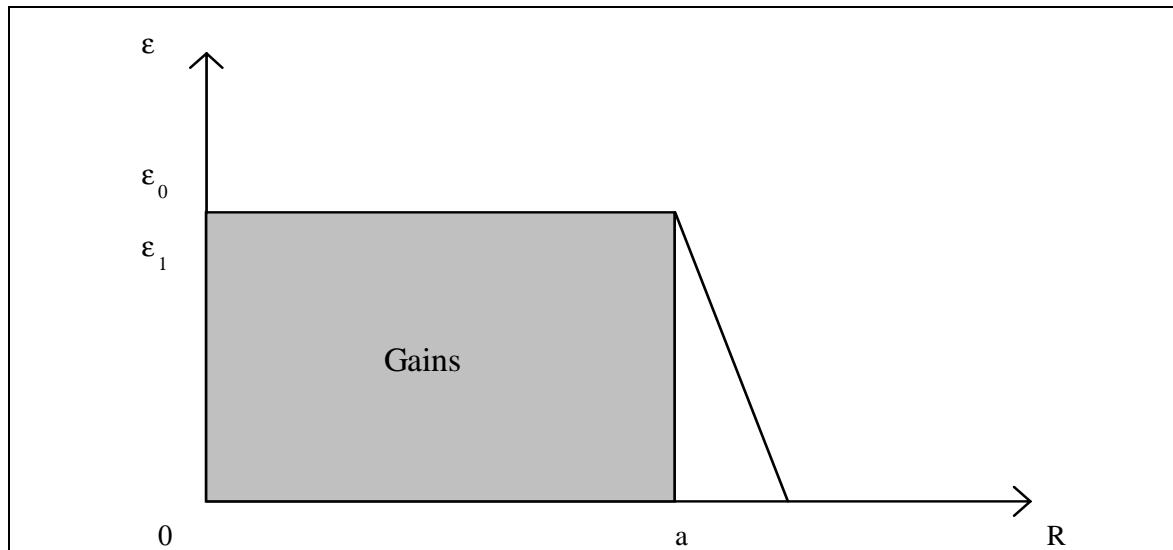
Schéma 4



### 2.2.2. Si le niveau des RO est élevé mais que la variation de taux anticipée est insuffisante (c'est-à-dire si la condition [12] n'est pas vérifiée)

Alors, le profit optimum correspond à la situation du schéma 5 : des mouvements de réserves sont susceptibles de générer des profits importants, mais sans effet de stabilisation des taux. Cette configuration représente cependant un cas limite peu vraisemblable.

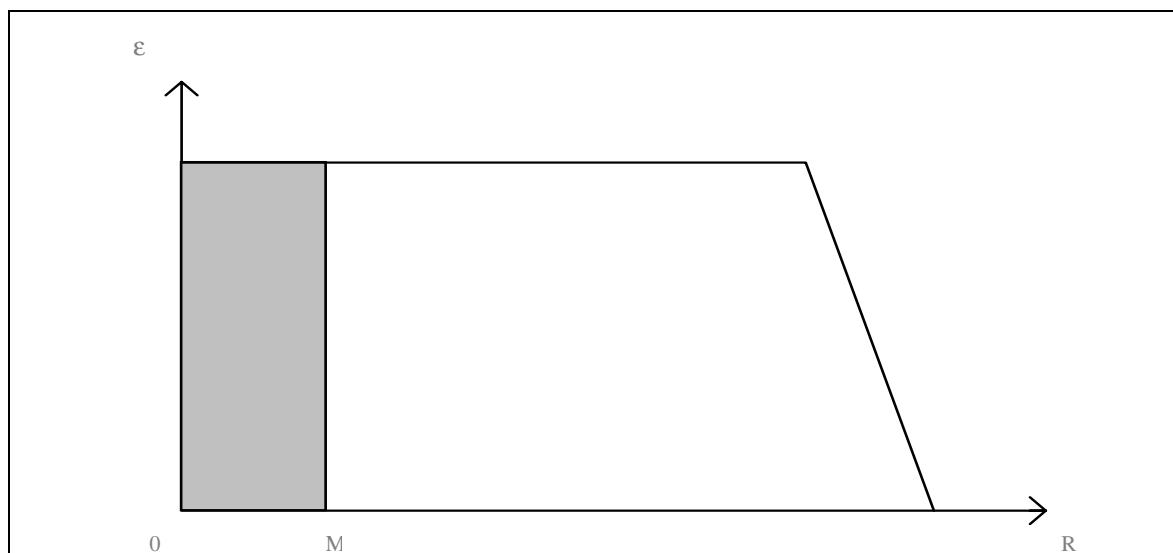
Schéma 5



### 2.2.3. Si le niveau des RO est faible ( $M < a$ )

Alors, d'une part les mouvements de réserves ne peuvent stabiliser les taux, d'autre part les profits potentiels des mouvements de réserves sont relativement faibles (en France, moins de 1 million de francs si toutes les banques doublaient leurs réserves durant les deux semaines précédant un relèvement des taux directeurs de 0,5 %), et les risques associés (incertitudes sur les évolutions de taux, risques de pénalités et risque de constituer des réserves excédentaires) sont tels que l'opération présente une faible utilité.

Schéma 6

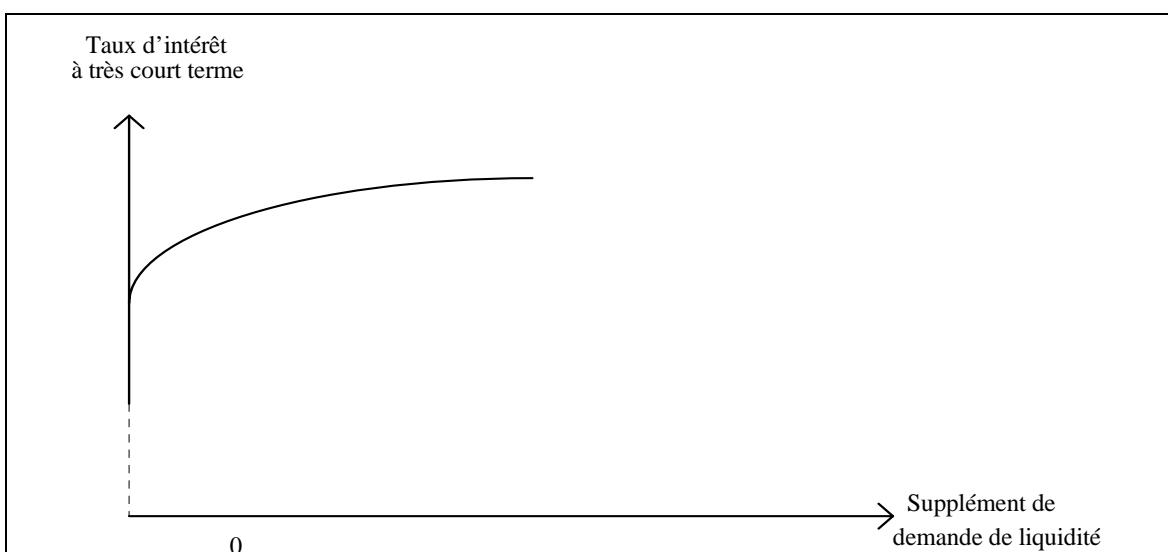


Pour cette configuration qui, selon les praticiens du marché monétaire à la Banque de France, correspond à la situation française actuelle, le modèle présenté permet donc de retrouver les constatations empiriques.

**2.3. Les taux d'intérêt à très court terme sont fonction convexe ou concave de la demande de liquidités supplémentaires  
(on suppose désormais que les banques ne sont pas réfractaires au risque :  $p = 0$ )**

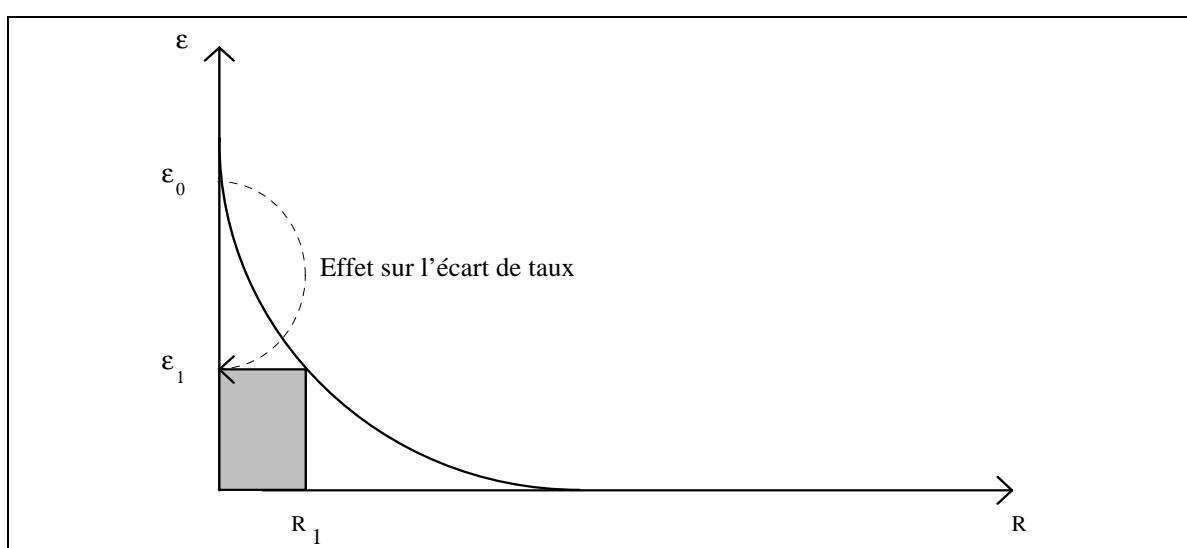
**2.3.1. Si les taux d'intérêt à très court terme sont fonction concave de la demande de liquidités supplémentaires**

Schéma 7



Alors, la fonction  $\epsilon(R)$  et le mouvement de réserves optimal  $R_1$  se représenteraient selon le schéma ci-dessous :

Schéma 8

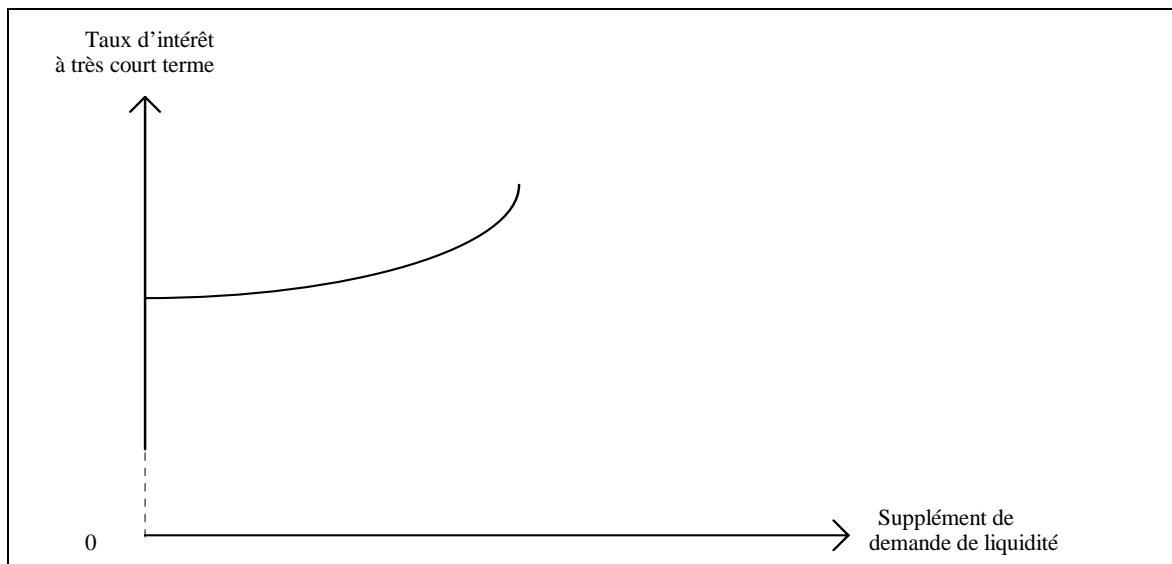


L'effet de stabilisation serait important ( $\varepsilon_0/\varepsilon_1$  faible) et obtenu avec des mouvements de réserves ( $R_1$ ) restreints. Cependant, les profits potentiels (l'aire « grise ») sont faibles, donc l'incitation à arbitrer sur les réserves réduite. Dans cette configuration, il est peu probable que des variations de taux modérées soient lissées par les réserves.

### 2.3.2. Si les taux d'intérêt sont fonction convexe de la demande de liquidités

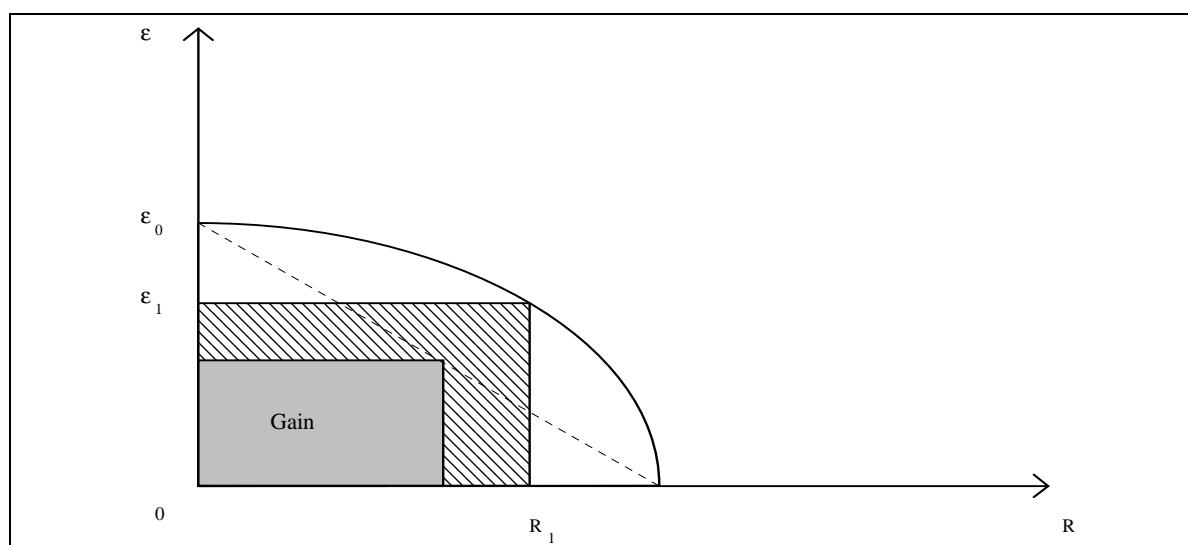
Cette configuration est conforme à la théorie ; elle est également la plus vraisemblable. On a :

Schéma 9



et les profits d'arbitrage optimaux correspondent à la situation suivante :

Schéma 10



L'effet de stabilisation est plus faible que dans le cas, rappelé en pointillé sur le schéma ci-dessus, d'une élasticité  $d\epsilon/dR$  constante, et requiert des mouvements de réserves supérieurs. En revanche, les profits potentiels de l'arbitrage sont nettement plus élevés, comme le montre la comparaison des rectangles représentant ces profits.

Ces différents graphiques semblent indiquer que l'effet stabilisateur de réserves calculées en moyenne est peut-être surestimé si l'on suppose que les taux d'intérêt à très court terme sont une fonction linéaire de la demande de liquidité interbancaire.

Cependant, le complément ci-après montre que, sous certaines hypothèses, l'effet stabilisateur des réserves peut être beaucoup plus important que ne le laisse prévoir le modèle statique présenté ci-dessus, ce qui semble corroboré par les études empiriques menées sur l'impact des RO.

## COMPLÉMENT

### MODÈLE DYNAMIQUE

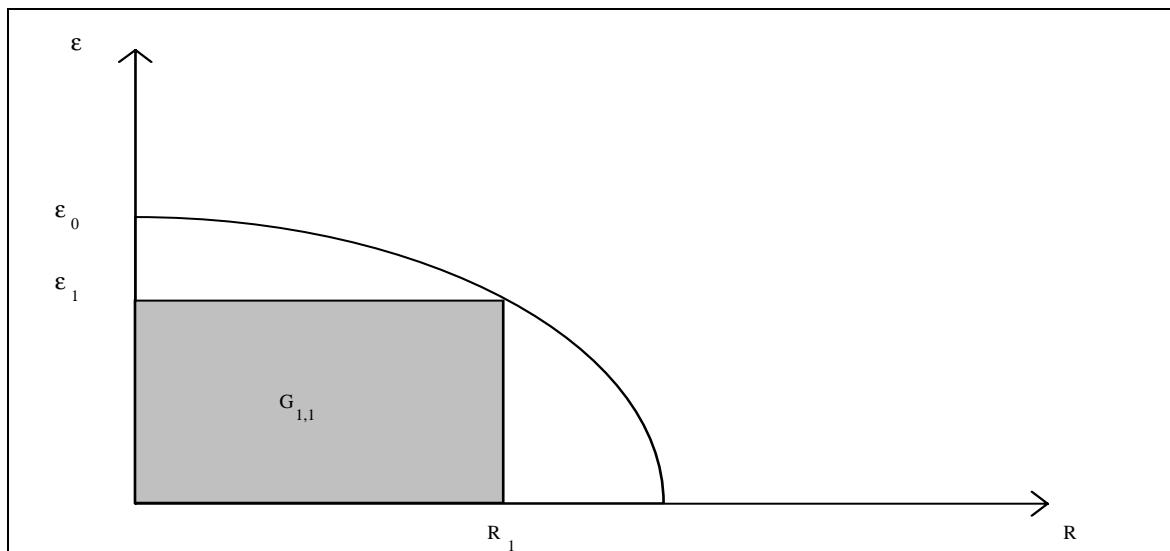
Actuellement, en France, les réserves obligatoires peuvent apparaître comme un résidu de fin de journée comptable, auquel les trésoriers des banques ne prêteraient qu'une attention ponctuelle. On peut toutefois penser qu'ils seraient conduits à prêter davantage attention à l'évolution de leurs comptes en cours de journée si le montant des RO était substantiellement augmenté ou dans la perspective de la mise en place d'un système de règlements bruts en temps réel ou comportant plusieurs arrêtés de compte successifs au cours d'une même journée ; une autre hypothèse serait celle dans laquelle, en fin de journée, divers groupes d'établissements interviendraient successivement sur le marché.

On peut modéliser ces différentes situations sous la forme d'une itération d'arbitrages à l'intérieur d'une même sous-période. Cette représentation peut également constituer une première approche d'un modèle à  $2n$  sous-périodes où interviennent successivement des arbitrages quotidiens sur un horizon de plusieurs sous-périodes.

Nous examinerons dans ce cadre le cas d'anticipations d'une hausse de  $\epsilon$  des taux d'intérêt à très court terme sur la sous-période 2 par rapport à la sous-période 1, sous les hypothèses d'une fonction de réaction de ces taux à une demande supplémentaire de liquidité telle que celle du schéma 10 et de banques n'ayant pas d'aversion au risque ( $p = 0$ ).

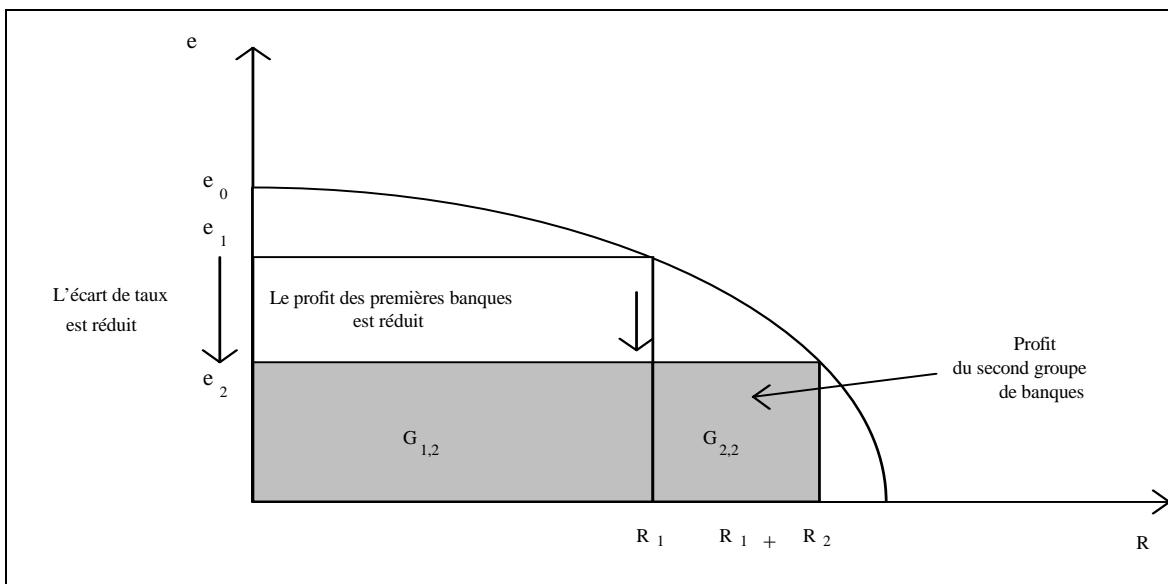
Si un premier groupe de banques a, dans un premier temps, effectué le mouvement de réserves  $R_1$  leur permettant d'espérer le profit optimum  $G_{1,1}$ , et ainsi réduit l'écart anticipé de taux de  $\epsilon_0$  à  $\epsilon_1$  ...

Schéma 11



... il reste cependant un profit d'arbitrage potentiel  $G_{2,2}$  pour d'autres banques, éventuellement partiellement les mêmes, qui réaliseraient dans un second temps un mouvement de réserves  $R_2$ . Cette opération réduirait le profit que réalisera le premier groupe de banques et même le marché dans son ensemble (tous les profits d'arbitrage ne sont en effet réalisés qu'*ex post*) :

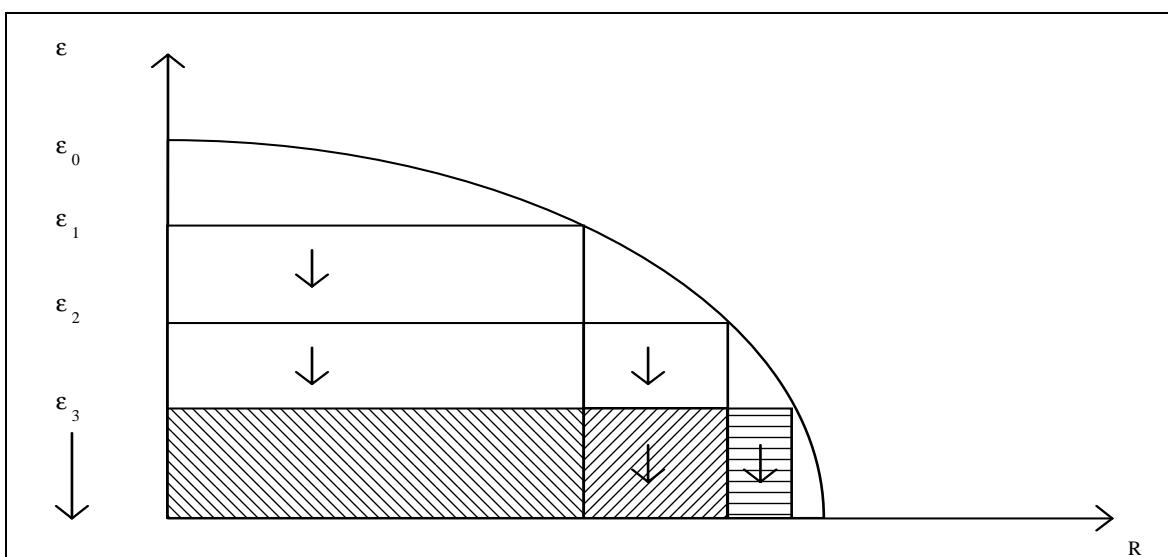
Schéma 12



Cependant, dès lors que les banques, susceptibles d'arbitrer activement sur leurs réserves sont suffisamment nombreuses et disposent globalement de montants de réserves très supérieurs aux mouvements de réserves nécessaires, il existe des banques qui peuvent espérer bénéficier de ce deuxième arbitrage et qui peuvent l'effectuer : ainsi, dans le cas d'une élasticité constante des taux d'intérêt à la demande de liquidités, dès lors que le marché comporte plus de 8 banques [cf. annexe 2], l'une d'entre elles au moins a avantage à ce deuxième arbitrage.

Ce processus est récurrent : sauf cartellisation des profits, il doit se produire une itération d'arbitrages non coopératifs, qui ne s'arrête que lorsque le temps manque ou lorsque les profits potentiels résiduels sont très faibles. Au fur et à mesure, tant l'écart de taux résultant après n arbitrages que les profits cumulés de ces arbitrages tendraient vers zéro.

Schéma 13



À ce stade, il pourrait être argumenté que des agents rationnels anticipent une telle dynamique qui annulerait leurs profits espérés et donc qu'aucune banque n'arbitrera sur ses réserves. Cependant, les premiers « arbitragistes » peuvent conserver une partie de leurs profits espérés. Il leur suffit pour ce faire de reprêter, lors de la deuxième série d'arbitrages, à un taux plus élevé, une partie des réserves supplémentaires qu'ils s'étaient constituées dans une première étape. Graphiquement :

Schéma 14

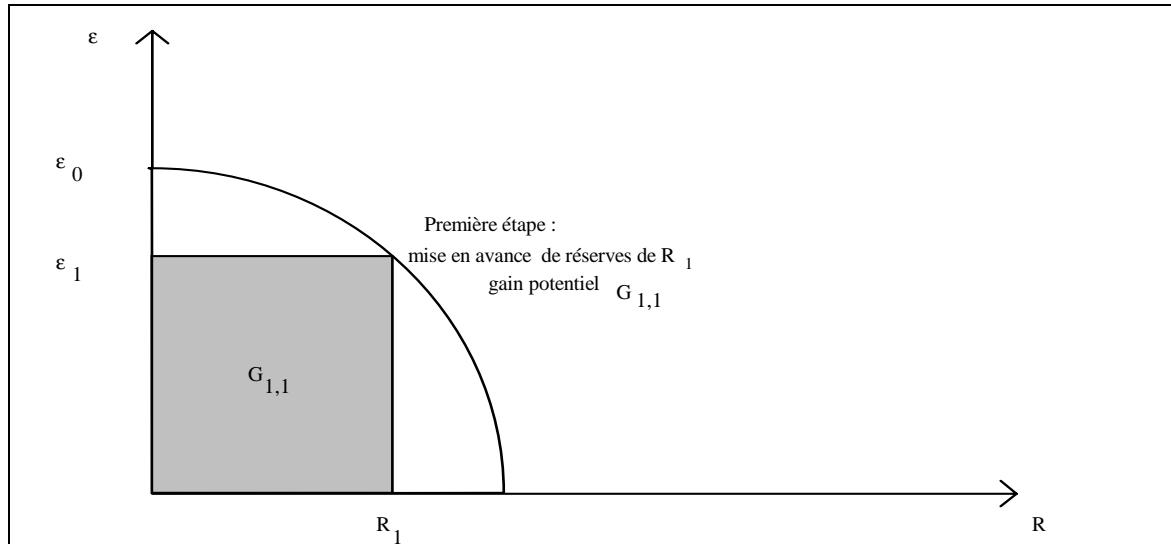
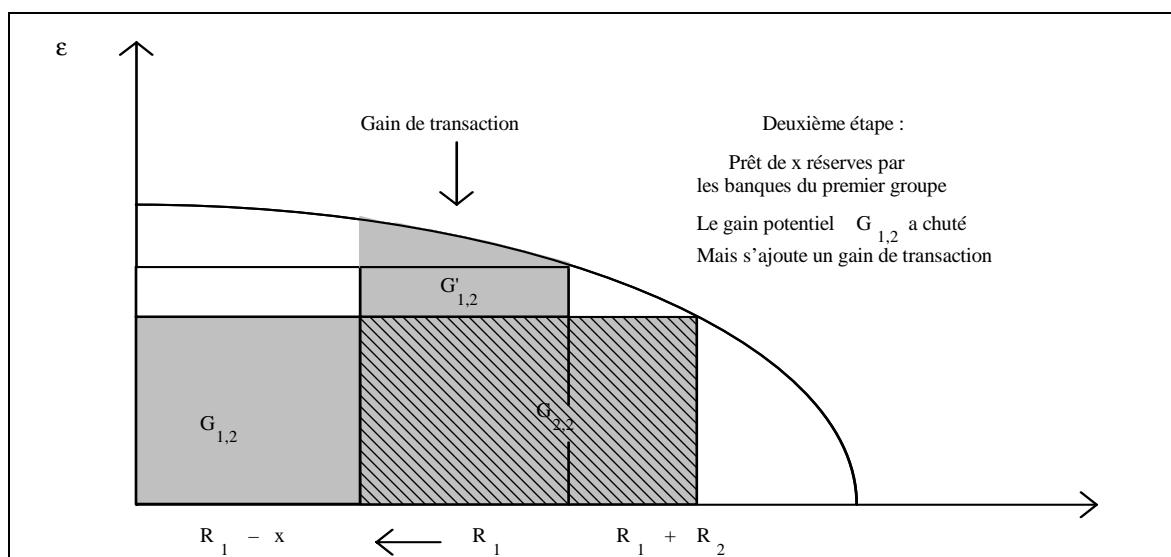


Schéma 15



*En conclusion, l'hypothèse de non-instantanéité des arbitrages permet de montrer que l'effet stabilisateur des réserves obligatoires est sans doute supérieur à celui obtenu dans le modèle statique développé dans le corps de cette étude.*

## ANNEXE 1

## PRÉSENTATION DES CALCULS DU PARAGRAPHE 2.2.

**Le cas où  $\varepsilon$  est une fonction affine par morceaux de  $R$** <sup>1</sup>

Selon le schéma 3  $\varepsilon(R)$  est donné par :

$$\begin{aligned} \varepsilon(R) &= \varepsilon_0 && \text{si } 0 \leq R \leq a \\ [i] \quad \varepsilon(R) &= \varepsilon_0 - 2k(R - a) && \text{si } a < R \end{aligned}$$

La fonction d'utilité :

$$U(R) = E(G) - \frac{1}{2} p \operatorname{var}(G) \quad \text{cf. [3]}$$

s'exprime alors :

$$\begin{aligned} [13] \quad U(R) &= (1 - b)\varepsilon_0 R - \frac{1}{2} p(1 - b)^2 s^2 R^2 && \text{si } 0 \leq R \leq a \\ \text{et} \\ [14] \quad U(R) &= (1 - b)(\varepsilon_0 - 2k(R - a)) R - \frac{1}{2} p(1 - b)^2 s^2 R^2 && \text{si } a < R \end{aligned}$$

$U(R)$  est une fonction croissante de  $R$  si  $R \leq a$  et admet un maximum pour une valeur de  $R$  supérieure strictement à  $a$  si la solution de l'équation :

$$\frac{dU}{dR} = 0 \quad \text{avec } U \text{ donnée par [14]}$$

$$\text{qui est } R_1 = \frac{\varepsilon_0 + 2ka}{4k + p(1-b)s^2} \quad [15]$$

est supérieure à  $a$ .

$$\text{C'est-à-dire si } \varepsilon_0 > 2ka + p(1-b)s^2 \quad [12]$$

– Dans ce cas, décrit graphiquement en 2.2.1., le mouvement de réserves optimal  $R_1$  réduit l'écart anticipé de taux à  $\varepsilon_1$  avec :

$$\varepsilon_1 = \varepsilon_0 - 2k(R_1 - a) \quad [16]$$

<sup>1</sup> Pour simplifier la présentation, on confond  $E(\varepsilon)$  et  $\varepsilon$ .

En substituant dans la relation [16], la valeur de  $R_1$  donnée par [15], on obtient :

$$\frac{\varepsilon_1}{\varepsilon_0} = \left(1 - \frac{2ka}{\varepsilon_0}\right) \times \left(\frac{1 + (1-b)\theta}{2 + (1-b)\theta}\right) \quad [17]$$

$$\text{où } \theta = \frac{ps^2}{2k}$$

Lorsque  $a = 0$  ; c'est-à-dire dans le cas linéaire, on retrouve la formule [10] déterminée en 2.1.

Par rapport au cas linéaire, la réduction d'écart de taux obtenue par un mouvement optimal de réserves est diminuée d'un facteur  $1 - \frac{2ka}{\varepsilon_0}$ , compris entre 0 et 1 puisque  $\varepsilon_0 > 2ka$ , et d'autant plus

proche de zéro que  $a$  est élevé (c'est-à-dire l'inertie du marché plus grande) ou que  $\varepsilon_0$  est petit (c'est-à-dire l'écart anticipé de taux faible).

– Si la condition [12] n'est pas vérifiée, alors la fonction d'utilité est croissante jusqu'à  $a$ , puis décroissante.

L'optimum est donc un mouvement de  $a$  réserves dont l'effet sur les taux, (cf. [i]) est nul. Cette situation est représentée en 2.2.2.

– Cependant, les deux cas précédents ne sont possibles que si  $R$  peut atteindre son optimum, c'est-à-dire que si dans le premier cas :

$$M \geq R_1$$

et si dans le second cas :

$$M \geq a$$

Sinon, on obtient la situation représentée en 2.2.3.

## ANNEXE 2

1) Dans le cas d'une élasticité constante des taux d'intérêt à la demande de liquidités, le mouvement de réserves optimum pour le premier arbitrage conduit, sous l'hypothèse d'une aversion des banques au risque nulle à :

- une nouvelle valeur de l'écart anticipé de taux  $\varepsilon_1$  telle que :

$$\frac{\varepsilon_1}{\varepsilon_2} = \frac{1}{2} \quad \text{cf. [10] où } \theta = 0$$

- un profit

$$G_1 = \frac{(1-b)\varepsilon_0^2}{4k} \quad \text{cf. [11] où } p = 0$$

De manière similaire, un second arbitrage réduisant à  $\varepsilon_2$  l'écart anticipé de taux, avec :

$$\frac{\varepsilon_2}{\varepsilon_1} = \frac{\varepsilon_1}{\varepsilon_0} \quad [18]$$

occasionne un nouveau profit

$$G_2 = \frac{(1-b)\varepsilon_1^2}{4k}$$

tout en réduisant d'un montant supérieur le profit  $G_1$ .

Aisément :

$$\frac{G_2}{G_1} = \left( \frac{\varepsilon_2}{\varepsilon_1} \right)^2 \quad [19]$$

De [10], [18] et [19], on déduit alors que :

$$\frac{G_2}{G_1} = \frac{1}{4} \quad [20]$$

Si  $n$  banques se sont partagées le profit  $G_1$ , au moins l'une d'entre elle a une part inférieure à  $G_1/n$ .

Cette banque a intérêt à renoncer à ce premier profit en tentant d'accaparer  $G_2$  dès lors que :

$$\begin{aligned} G_2 - \frac{G_1}{n} &> \frac{G_1}{n} \\ \Leftrightarrow \frac{G_1}{4} &> \frac{2G_1}{n} \\ \Leftrightarrow n &> 8 \end{aligned}$$

D'où la condition annoncée.

2) Ce résultat demeure valable, quelle que soit la fonction de réaction des taux d'intérêt à une demande supplémentaire de liquidité, cependant le nombre de banques seul dépend de celle-ci. Par exemple, si  $\epsilon$  est fonction convexe de  $R$ , alors

$$\frac{G_2}{G_1} < \frac{1}{4} \text{ donc le nombre de banques minimal est supérieur à 8.}$$

Il en est de même si les banques ne sont pas averses au risque, mais le nombre de banques minimum pour une situation instable dépend alors de manière complexe de l'aversion moyenne au risque ( $\frac{G_1}{G_2}$  est fonction croissante de  $p$ , mais l'utilité d'un second arbitrage est fonction décroissante de  $R$ ), comme de la valeur de  $p$  pour les banques les moins averses au risque.

# DÉTECTION PRÉCOCE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES À PARTIR DES DOCUMENTS COMPTABLES<sup>1</sup>

Dans le but d'affiner l'analyse du risque, la direction des Entreprises mettra prochainement à la disposition des établissements financiers un score applicable aux sociétés industrielles, calculé sur les données comptables du fichier bancaire des entreprises de la Banque de France (Fiben). Le présent article décrit les résultats des travaux sur l'analyse économique et financière de la défaillance d'entreprises, détaille les performances du nouveau score et présente différents modes d'utilisation de cet outil aux niveaux micro-, méso- et macro-économiques.

---

MIREILLE BARDOS  
*Direction des Entreprises  
Observatoire des entreprises*

■ Une série de travaux a été engagée à la Banque de France pour construire un nouveau système de détection précoce des défaillances d'entreprises à partir des documents comptables. La période observée va de 1984 à 1993.  
Deux fichiers gérés par la direction des Entreprises ont été utilisés :

– le fichier de la Centrale de bilans, où les concepts économiques et financiers sont les plus détaillés et où la période d'observation est la plus longue. Il a rendu possible un approfondissement de l'analyse financière de la défaillance et la mise en évidence de plusieurs processus de défaillance ;

---

<sup>1</sup> Ce texte reprend les éléments de l'intervention effectuée par l'auteur lors de la première rencontre sur les défaillances d'entreprises, le 6 juin 1995, organisée par l'Observatoire consulaire des entreprises en difficulté et la Banque de France.

– le fichier bancaire des entreprises, beaucoup plus fourni en nombre de sociétés mais portant sur moins d'années, à partir duquel une fonction score linéaire a été mise au point.

■ *L'analyse financière de la défaillance* fait d'abord apparaître des ratios au pouvoir discriminant général et permanent, véritables *clignotants du risque*. Sont ainsi cernés le risque patrimonial et le risque d'illiquidité, les risques liés à l'activité productive, à la rentabilité, au financement et à la gestion, ainsi qu'à l'évolution et aux structures de financement.

Grâce à une classification sur plusieurs critères, *différents processus de défaillance* ont été mis en évidence, montrant que l'utilisation d'indicateurs spécifiques sur certaines sous-populations améliore l'efficacité dans la détection. Ces résultats ouvrent la voie à une recherche sur les trajectoires de défaillance.

■ Le score industrie testé sur plus de 30 000 entreprises chaque année a une bonne efficacité en termes de pourcentage de bons classements (70 %). Des probabilités de défaillance en fonction de la valeur du score sont calculées. Elles fournissent une véritable mesure du risque et permettent d'apprecier l'échéance de la défaillance.

■ *Les différentes utilisations du score* sont possibles :

- au niveau *micro-économique*, le score permet le suivi de l'évolution du risque de l'entreprise et une véritable mise en situation. De plus, il signale les points les plus risqués de la firme ;
- au niveau *méso-économique*, en particulier sectoriel, un suivi statistique du score et des ratios le composant permet l'analyse de l'évolution du risque ;
- au niveau *macro-économique*, la probabilité de défaillance connue pour chaque entreprise permet de prévoir l'impact économique de la défaillance, par exemple en termes d'emploi, d'endettement financier, ou de crédit fournisseur.

La détection précoce des difficultés d'entreprises est une nécessité pour de nombreux acteurs économiques : les entreprises ont besoin de comprendre leur propre situation, mais aussi celle de leurs clients et de leurs fournisseurs ; les banques doivent s'assurer de la solvabilité des emprunteurs ; enfin, les autorités économiques et monétaires sont amenées à suivre l'évolution des risques.

Dans ce but, tous les renseignements doivent être mis en jeu et la Banque de France dispose de sources d'informations nombreuses et variées, de nature qualitative et quantitative. L'étude présentée ici se concentre sur un seul aspect : l'utilisation des *documents comptables*. Les comptes des sociétés ont l'intérêt d'être une information :

- *quantifiable*,
- *objective*, même si elle peut parfois souffrir de distorsions dues par exemple à l'habillage des bilans,
- *systématique*, puisque les comptes sont disponibles pour un très grand nombre de sociétés (par exemple le fichier comptable de Fiben en comporte environ 140 000 par an).

Il sera bien sûr nécessaire et fructueux de compléter ultérieurement cette information par d'autres renseignements disponibles à la Banque de France.

Le premier objectif de cet article est donc d'effectuer l'*analyse financière de la défaillance d'entreprise*.

Le deuxième objectif est de présenter le *nouveau score de la Banque de France, applicable aux sociétés de l'industrie*. La formule n'en sera pas fournie, mais en seront décrites les performances et le mode d'utilisation.

## 1. L'analyse financière de la défaillance

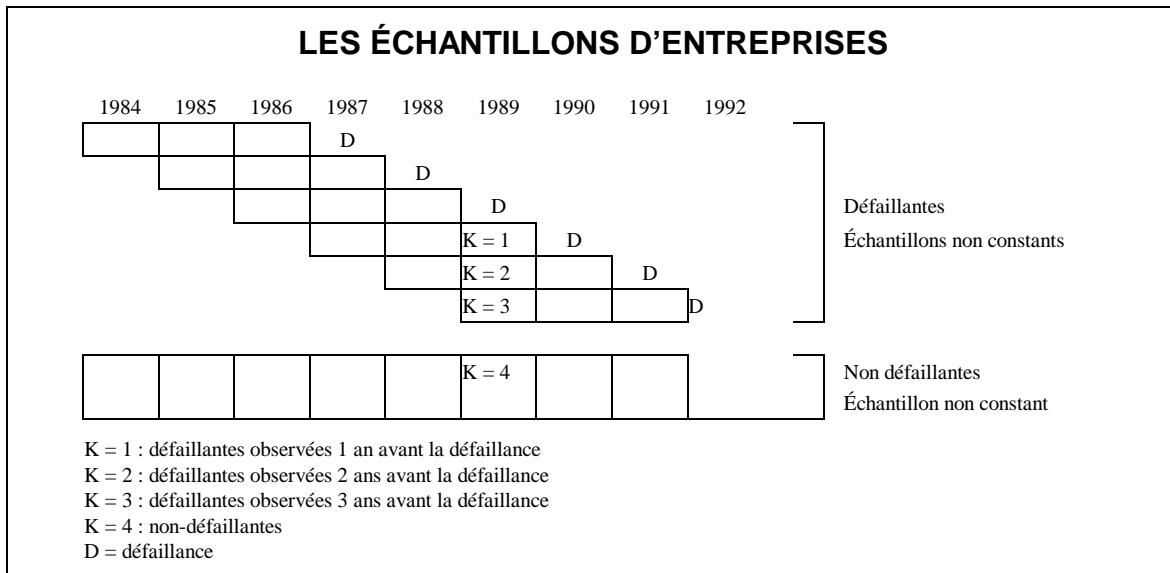
Elle a donné lieu à deux approches :

- d'abord ont été sélectionnés les *principaux clignotants*, c'est-à-dire les ratios qui opposent les firmes non défaillantes aux firmes défaillantes observées au cours des trois exercices qui précèdent la défaillance (c'est-à-dire avant la première déclaration au tribunal de commerce : les difficultés ne sont pas encore connues publiquement) ;
- ensuite sont étudiées des *typologies* de défaillance.

### 1.1. Les clignotants

Pour mettre en évidence les ratios les plus discriminants une longue période est observée. À chaque date sont examinées :

- d'une part, les firmes n'ayant fait l'objet d'aucune procédure collective ( $K = 4$ ),
- et, d'autre part, les firmes dont la défaillance interviendra l'année suivante ( $K = 1$ ), ou dans deux ans ( $K = 2$ ), ou dans trois ans ( $K = 3$ ).



Les principaux résultats sont les suivants.

### 1.1.1. Le risque patrimonial et le risque d'illiquidité sont des signaux importants

Ces risques peuvent être perçus à travers l'*équilibre de la structure du bilan* par l'examen des ratios rapprochant des postes d'actif et de passif, habituellement d'une grande stabilité. Leur dégradation peut donc constituer un signe sérieux dès trois ans avant la défaillance. Il en est ainsi de la couverture des immobilisations et des besoins en fonds de roulement d'exploitation par les ressources stables, et du financement des besoins en fonds de roulement par les concours bancaires courants.

Viennent enrichir cette information le *taux d'endettement*, qui rapporte l'endettement à une notion de financement propre et les *délais de paiement* (clients et fournisseurs), qui rapportent un poste de bilan à un poste du compte de résultats et dont l'allongement signale des difficultés. Pour ces derniers ratios, la dégradation peut d'ailleurs être beaucoup plus brutale.

### 1.1.2. Mais une analyse plus économique est nécessaire, reliant activité productive, rentabilité et financement

Sont particulièrement significatifs :

- les indicateurs de *rentabilité* : la rentabilité économique, mais surtout la rentabilité globale et la rentabilité financière,
- les *taux de marge*,
- les coûts de production et les coûts des financements,
- la *contrainte de solvabilité*, mesurée par les frais financiers rapportés à l'excédent brut d'exploitation et aussi la capacité de remboursement,
- enfin, un dernier ratio, très synthétique et très significatif : l'*effet de levier*<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le concept utilisé est celui de la méthodologie de la Centrale de bilans :  
effet de levier = taux d'endettement × (rentabilité nette du capital financier – taux d'intérêt apparent)

### 1.1.3. La structure et l'évolution des financements sont également déterminants

Citons l'importance des concours bancaires courants dans l'endettement et l'évolution des capitaux propres.

### 1.2. L'approche multicritère

Les clignotants qui viennent d'être cités sont tous connus des experts. Ces ratios sont plus ou moins discriminants mais aussi plus ou moins volatiles. C'est donc en utilisant simultanément plusieurs aspects complémentaires de la vie de l'entreprise qu'on obtiendra le plus d'efficacité.

Par cette approche multicritère, certaines entreprises vont révéler leurs difficultés par un ou deux ratios, tandis que d'autres entreprises seront affectées par des clignotants différents. Sur le tableau ci-dessous, par exemple, où sont présentées des distributions par les quartiles et les déciles, il apparaît que la rentabilité se dégrade quand l'échéance de la défaillance approche. Cette évolution ne se produit pas cependant pour toutes les entreprises, si bien que la dispersion des valeurs des ratios s'accentue : un quart des défaillantes, voire la moitié, ont des ratios très bas, même négatifs surtout un an avant la défaillance, tandis que 10 % à 20 % d'entre elles gardent de très bons niveaux.

## RENTABILITÉ – COMPTES 1989

### NON DÉFAILLANTES

Ratios	NB	MOY	ECTYP	MIN	D1	Q1	Q2	Q3	D9	MAX
EBE/VA	11011	<b>26,2</b>	18,0	-100,0	9,0	16,7	<b>25,6</b>	35,7	46,9	100,0
Rentabilité brute globale	11011	<b>18,5</b>	12,2	-50,0	7,0	11,4	<b>16,8</b>	23,7	32,2	100,0
Rentabilité financière	11011	<b>6,9</b>	15,6	-100,0	-3,1	1,5	<b>6,1</b>	12,5	20,6	100,0

### DÉFAILLANTES

3 ans avant	NB	MOY	ECTYP	MIN	D1	Q1	Q2	Q3	D9	MAX
EBE/VA	408	<b>21,6</b>	19,1	-100,0	2,9	12,6	<b>21,3</b>	31,6	44,4	71,5
Rentabilité brute globale	408	<b>15,9</b>	11,5	-39,3	5,2	10,0	<b>14,4</b>	20,3	29,0	64,6
Rentabilité financière	408	<b>2,2</b>	20,0	-100,0	-13,7	-0,8	<b>3,6</b>	9,5	16,7	96,3

2 ans avant	NB	MOY	ECTYP	MIN	D1	Q1	Q2	Q3	D9	MAX
EBE/VA	391	<b>15,1</b>	25,8	-100,0	-6,6	7,4	<b>17,4</b>	29,8	39,2	77,6
Rentabilité brute globale	391	<b>11,7</b>	14,0	-50,0	-1,6	6,9	<b>12,3</b>	18,5	25,7	72,9
Rentabilité financière	391	<b>-4,0</b>	28,2	-100,0	-28,9	-8,8	<b>1,5</b>	7,8	14,2	100,0

1 an avant	NB	MOY	ECTYP	MIN	D1	Q1	Q2	Q3	D9	MAX
EBE/VA	177	<b>15,2</b>	31,0	-100,0	-14,1	0,7	<b>17,4</b>	34,5	49,4	80,9
Rentabilité brute globale	177	<b>8,7</b>	20,0	-50,0	-15,7	0,9	<b>10,7</b>	18,1	26,0	100,0
Rentabilité financière	177	<b>-13,5</b>	37,6	-100,0	-100,0	-16,6	<b>0,2</b>	8,8	15,0	68,2

NB : nombre d'entreprises – MOY : moyenne – ECTYP : écart-type – D<sub>i</sub> : déciles – Q<sub>i</sub> : quartiles

EBE/VA = excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 2 juin 1995

### 1.3. Les typologies de défaillance

Les ratios qui viennent d'être décrits ont un pouvoir discriminant efficace sur l'ensemble des cas de défaillance. Mais beaucoup d'autres peuvent être pris en compte.

En effet, il existe des indicateurs plus efficaces sur certaines sous-populations. Il peut même arriver qu'en cas de défaillance certains ratios deviennent soit très faibles, soit très élevés, comme par exemple des indicateurs de croissance ou des ratios de flux de trésorerie.

L'approfondissement de l'analyse financière de la défaillance passera donc nécessairement par l'étude de ces sous-populations d'entreprises et de leurs processus de défaillance spécifiques.

La typologie d'entreprise, présentée dans le tableau suivant, est réalisée sur des variables ayant trait au risque. Elle met d'abord en évidence des classes soit *très risquées*, soit *très peu risquées*.

– La classe F est la plus risquée : elle présente toutes les caractéristiques habituelles des firmes en mauvaise situation avec une intensité marquée ; beaucoup de firmes observées un an avant la défaillance s'y concentrent.

– Les classes A et B sont très peu risquées : elles ont des signes très clairs de bonne santé et on y trouvera essentiellement des non-défaillantes.

Ces deux sortes d'entreprises sont très bien repérées par un score.

Par contre, les autres classes de la typologie ont des *caractéristiques moyennes*. S'y retrouvent, mélangées, beaucoup de défaillantes deux ou trois ans avant l'échéance ultime et beaucoup de non-défaillantes qui connaissent des difficultés passagères mais ne déposeront pas leur bilan.

Ce sont ces firmes qu'il est difficile de repérer avec une fonction score et dont il sera très intéressant d'étudier les trajectoires dans les travaux ultérieurs afin d'améliorer la prévision du risque.

Ainsi, dans les classes D et E se trouvent des firmes en situation moyenne, assez risquées. Les profils sont contrastés en termes de croissance et de financement.

En effet, la classe D est constituée de firmes en décroissance d'activité, avec un investissement faible et une certaine diminution des dettes. Au contraire, les entreprises de la classe E connaissent une croissance réelle, mais un alourdissement de leurs financements. Ces deux classes ont aussi en commun quelques clignotants, comme une solvabilité dégradée, mais se différencient par exemple sur les stocks et les créances douteuses.

L'ampleur de ces deux groupes est non négligeable : ils représentent 40 % du fichier sur lequel ont été construites ces typologies.

Enfin, la classe C est celle des firmes en très forte croissance : l'investissement, en particulier, y est très intense et la situation financière y est apparemment très bonne. Pourtant, le taux de défaillance y est pratiquement égal au taux de défaillance global. Il est donc possible d'en conclure qu'un fort taux d'investissement n'entraîne pas une diminution du risque, contrairement à ce qui a pu être constaté dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt où un fort taux d'investissement apparaissait dans les fonctions score comme un signe de bonne santé.

## LES CARACTÉRISTIQUES ÉCONOMIQUES DES SIX CLASSES

<b>Classe A : peu risquée</b> <b>Très forte représentation des non-défaillantes</b>	Bon équilibre du bilan Bonne rentabilité, bonne solvabilité Investissement un peu inférieur à la moyenne, un certain vieillissement de l'équipement productif Endettement assez faible, très peu de concours bancaires courants Délais fournisseurs et découverts clients faibles Dettes fiscales et sociales faibles
<b>Classe B : peu risquée</b> <b>Très forte représentation des non-défaillantes</b>	Très bon équilibre du bilan, augmentation des capitaux propres Très rentables, très bonne solvabilité Investissement faible, vieillissement de l'équipement productif Très peu endettées Effet de levier très positif Crédit interentreprises faible Dettes fiscales et sociales supérieures à la moyenne
<b>Classe C :</b> <b>les firmes défaillantes et non défaillantes sont dans des proportions analogues à celles de la population totale</b>	Bonne rentabilité et solvabilité Investissements très élevés, augmentation des effectifs salariés Accroissement des emprunts, mais pas des concours bancaires courants Taux d'intérêt modéré, mais capacité de remboursement affaiblie Effet de levier positif Forte croissance de la valeur ajoutée, des capitaux propres et des besoins en fonds de roulement Délais fournisseurs longs et en progression
<b>Classe D : assez risquée</b> <b>Forte représentation de défaillantes</b> <b>deux ans avant la défaillance</b>	Rentabilité médiocre, solvabilité légèrement dégradée Diminution des emprunts mais concours bancaires courants importants Investissement de moitié moindre que la moyenne générale Vieillissement de l'équipement productif Effet de levier négatif Forte diminution de la valeur ajoutée et des effectifs Dettes fournisseurs en diminution Créances douteuses assez importantes
<b>Classe E : assez risquée</b> <b>Forte représentation de défaillantes</b> <b>deux et trois ans avant la défaillance</b>	Couverture des capitaux investis faible Taux de marge assez élevé mais solvabilité médiocre Endettement important notamment par les concours bancaires courants Capacité de remboursement faible Investissements nets assez importants, mais vieillissement de l'équipement productif Croissance de la valeur ajoutée et des effectifs Croissance du besoin en fonds de roulement et des dettes fournisseurs Stocks importants, délais fournisseurs et clients longs
<b>Classe F : très risquée</b> <b>Très forte représentation de défaillantes,</b> <b>en particulier un an avant la défaillance</b>	Rentabilité et solvabilité très détériorées Dettes très élevées de toute nature : emprunts, concours bancaires courants, dettes fiscales et sociales, fournisseurs Décroissance forte de la valeur ajoutée, des effectifs, des capitaux propres, des besoins en fonds de roulement Découverts clients forts, créances douteuses importantes

Au cours des deux dernières décennies, l'analyse financière de la défaillance continue donc de mettre en avant des critères omniprésents : la structure du bilan, le degré de dépendance, la rentabilité, la solvabilité, la gestion des dettes cycliques de l'entreprise. Par contre, des changements mis en évidence par des cas individuels sont confirmés par les résultats statistiques : dans un contexte économique dans lequel les cycles conjoncturels sont plus marqués, la croissance semble plus fragilisante que par le passé pour l'entreprise. Ce fait doit entraîner la réflexion de ses gestionnaires et de ses partenaires.

On conçoit donc bien qu'une analyse dynamique puisse amener un réel progrès dans la détection de ces défaillances.

L'analyse financière de la défaillance met donc en évidence des variables « *globales* », c'est-à-dire des clignotants, toujours révélateurs de risques quand ils se dégradent et des variables « *locales* », mieux adaptées à certaines sous-populations d'entreprises et liées à des processus spécifiques.

## 2. Le nouveau score industrie de la Banque de France

Malgré les limites évoquées, dues à la complexité des processus de défaillance, l'approche multicritère globale reste extrêmement utile.

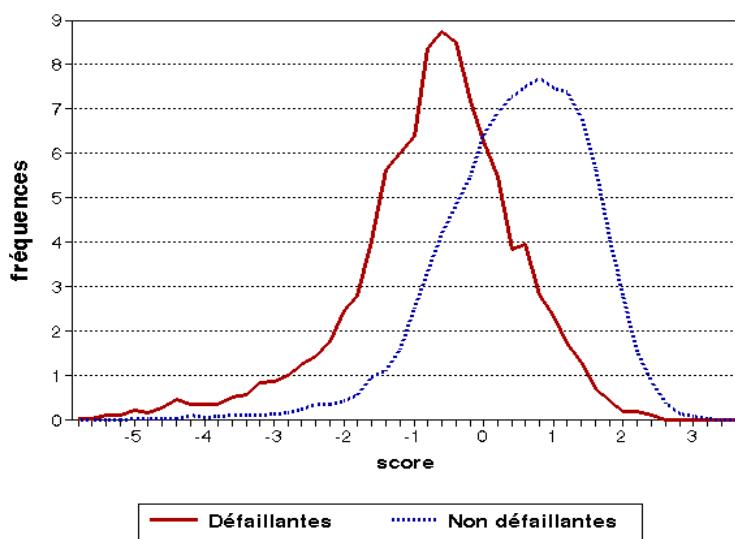
Un nouveau score « industrie » a été mis au point à la Banque de France. Étant donné ses bonnes performances, il remplacera l'ancienne formule, construite sur des données datant de 1972 à 1979 et qui, ces derniers temps, avait, au fil du temps, un peu perdu en efficacité. Ce nouveau score a été construit en travaillant sur des échantillons annuels d'environ 5 000 entreprises dont un tiers de défaillantes. Il a été testé sur des échantillons annuels d'environ 30 000 entreprises.

Les taux de bons classements sont de l'ordre de 70 %, ce qui est un bon résultat compte tenu de l'ampleur des échantillons tests. Le score retenu est un score linéaire, très stable temporellement, ce qui laisse présager d'un bon usage dans l'avenir. La courbe des fréquences par catégorie montre un bon pouvoir discriminant.

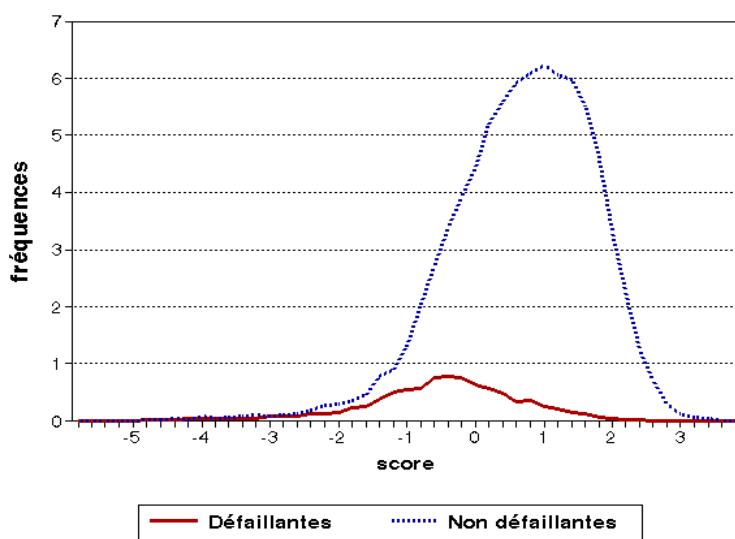
Mais le critère important à associer à un score est la probabilité de défaillance. Pour la calculer, on tient compte du taux de défaillance, le premier graphique de l'encadré ci-après se trouve alors transformé<sup>1</sup> (deuxième graphique).

<sup>1</sup> En effet, en prenant comme taux de défaillance annuel 3 %, on obtient un taux de défaillance au cours des trois prochaines années de 9 %. La proportion d'entreprises présentes aujourd'hui, et qui ne défailleront pas au cours des trois ans, peut donc être estimée à 91 %. Ce sont les coefficients de 0,09 et 0,91 que l'on applique aux premières courbes. Ils représentent respectivement les probabilités *a priori* pour une entreprise de l'industrie prise au hasard d'être défaillante dans les trois ans ou au contraire de ne pas défaillir au cours de ces trois années.

### POUVOIR DISCRIMINANT DU SCORE



### DISTRIBUTION DU SCORE EN TENUANT COMpte DU TAUX DE DÉFAILLANCE



Source et réalisation :

Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 2 juin 1995

Il est alors possible d'évaluer les probabilités *a posteriori* de défaillances, c'est-à-dire compte tenu de la valeur du score. Ces probabilités sont calculées par intervalle de score. Elles reflètent des situations tranchées et sensibles à l'échéance de la défaillance.

(en pourcentage)

**PROBABILITÉ A POSTERIORI SELON L'INTERVALLE DE SCORE**

Score	- 4,2	- 3,2	- 2,4	- 1	- 0,4	0,4	1,6	2,6
Probabilité de défaillance	47,8	31,3	43,0	29,0	15,2	11,5	4,2	1,2
Probabilité de non défaillance	52,2	68,7	57,0	71,0	84,8	88,5	95,8	100,0

En grisé figure la zone neutre

**PROBABILITÉ A POSTERIORI DE DÉFAILLANCE AVEC ÉCHÉANCE SELON L'INTERVALLE DU SCORE**

Score	- 4,2	- 3,2	- 2,4	- 1	- 0,4	0,4	1,6	2,6
Probabilité de défaillance :								
– dans 1 an	24,2	14,5	20,1	10,2	4,0	1,9	0,4	0,2
– dans 2 ans	16,7	7,8	15,1	6,8	3,9	1,6	0,4	0,0
– dans 3 ans	6,9	9,0	7,8	6,7	4,4	3,9	0,7	0,0

En grisé figure l'échéance la plus probable

**RÉPARTITION DES ENTREPRISES PAR CATÉGORIE SELON L'INTERVALLE DE SCORE**

Score	- 4,2	- 3,2	- 2,4	- 1	- 0,4	0,4	1,6	2,6	Total
Défaillantes	3,3	4,5	6,8	23,5	18,1	36,9	15,1	1,8	0,0
Non défaillantes	0,4	1,1	1,0	6,4	11,2	33,9	38,5	16,4	2,1

En grisé figure la zone neutre

**RÉPARTITION CUMULÉE DES ENTREPRISES PAR CATÉGORIE SELON L'INTERVALLE DE SCORE**

Score	- 4,2	- 3,2	- 2,4	- 1	- 0,4	0	0,4	1,6	2,6
Défaillantes	3,3	7,8	14,6	38,1	56,2	72,2	83,1	98,2	100,0
Non défaillantes	100	99,6	98,5	97,5	91,1	79,9	68,5	57,0	18,5

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

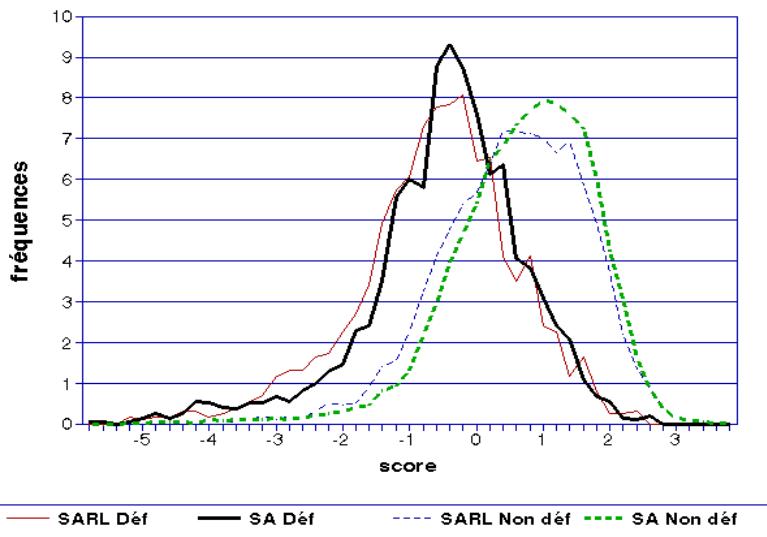
Mise à jour le 2 juin 1995

- Pour un score < -0,4, la probabilité de défaillance est élevée. On y trouve 56,2 % des firmes défaillantes.
- Pour un score > 0,4, la probabilité de défaillance est faible. On y trouve 57 % des non-défaillantes.
- Entre -0,4 et +0,4 se trouvent environ un quart des firmes, mais leur situation est difficile à prévoir puisque la probabilité de défaillance de 11,5 % est proche du taux de défaillance sur les trois ans à venir qu'on a pris ici égal à 9 % (trois fois 3 % annuel).

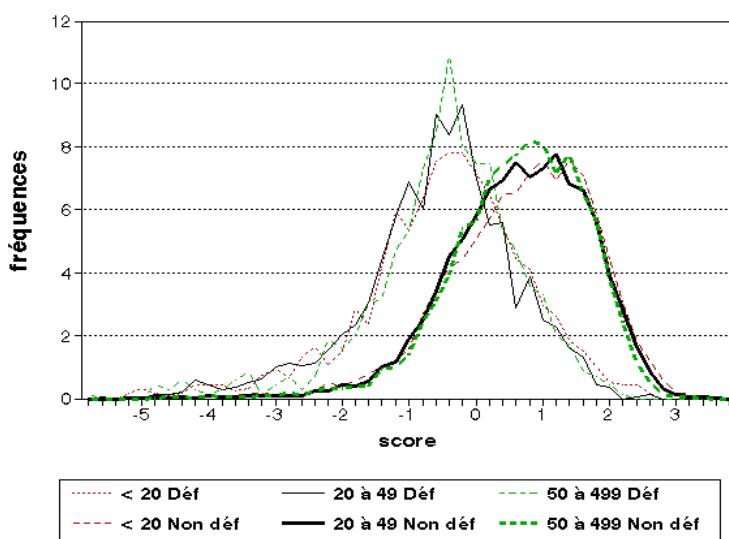
L'échéance de la défaillance est également prévisible : ainsi pour un score < -2,4, une firme sur cinq sera défaillante dans un an au plus, une sur sept dans deux ans.

Afin d'éviter les biais résultant des données, tous les calculs ont été faits en redressant l'échantillon selon la taille, le secteur et certains critères financiers. Les probabilités présentées ici ont donc une *portée générale*, c'est-à-dire qu'elles sont applicables à l'ensemble des entreprises industrielles du territoire national.

Pour confirmer ces évaluations, on peut examiner si le score réagit différemment selon la nature juridique, la taille ou le secteur.

**NATURE JURIDIQUE**

Il apparaît que les courbes des SARL sont très légèrement décalées vers les valeurs négatives. Un calcul de probabilité adapté à chaque nature juridique peut être très intéressant, à condition de disposer des taux de défaillance par nature juridique.

**TAILLE**

Par contre, selon la taille de l'entreprise, les décalages sont très ténus.

Enfin pour le secteur, l'étude est plus complexe et sera présentée ultérieurement.

Ainsi, le calcul des probabilités de défaillance par sous-population permettra de tenir compte des principales caractéristiques qualitatives des entreprises (taille, secteur, nature juridique).

Le score présenté est donc fiable et bien discriminant. Il reste à montrer comment il permet d'évaluer une entreprise.

### 3. L'évaluation d'une entreprise par le score

Plusieurs aides à l'interprétation permettent d'apprecier la situation économique et financière de l'entreprise ; parmi elles figurent notamment les *contributions des ratios* au score.

En effet, on peut exprimer le score comme une combinaison linéaire de ratios de l'entreprise, ou bien comme la somme des contributions. La contribution d'un ratio  $i$  est le produit de l'écart de  $R_i$  à la valeur pivot  $P_i$  par le coefficient  $\alpha_i$  :

contribution du ratio  $i$  :  $\alpha_i \times (R_i - P_i)$

#### UNE AIDE À L'INTERPRÉTATION : les contributions des ratios

Par exemple pour une fonction comportant 6 ratios  $R_1, R_2, \dots, R_6$  :

- le score est une *combinaison linéaire des ratios  $R_i$*   
 $s = \alpha_1 R_1 + \dots + \alpha_6 R_6 + \beta$

Les coefficients  $\alpha_i$  intègrent :

- l'écart  $\mu^D - \mu^{ND}$
- la matrice de variance-covariance

- le score est aussi la *somme des contributions*

$$s = \underbrace{\alpha_1 (R_1 - P_1) + \dots + \alpha_6 (R_6 - P_6)}_{\text{contribution du premier ratio}}$$

$$\text{Valeur pivot du ratio } i : P_i = \frac{1}{2} (\mu_i^D + \mu_i^{ND})$$

où  $\mu^D = (\mu_1^D, \mu_2^D, \dots, \mu_6^D)$  est le vecteur des moyennes des ratios pour les firmes défaillantes

et  $\mu^{ND} = (\mu_1^{ND}, \mu_2^{ND}, \dots, \mu_6^{ND})$  est le vecteur des moyennes des ratios pour les firmes

non défaillantes

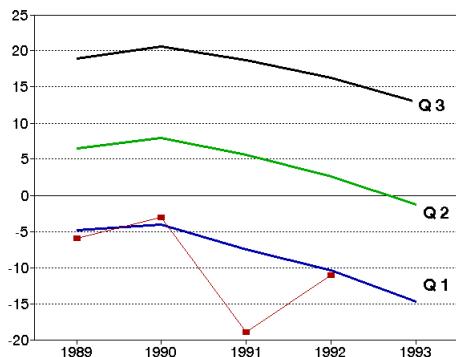
Si la contribution d'un ratio est *négative*, elle signale un *point faible* ; si elle est positive, elle signale un *point fort*.

Il est alors possible de mettre *en situation* une entreprise : par la probabilité de défaillance, par un suivi historique du score de l'entreprise par rapport aux quartiles des firmes du même secteur, par le suivi des contributions de l'entreprise par rapport aux contributions dans le secteur.

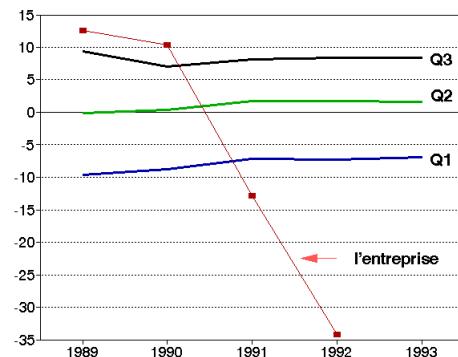
Le tableau suivant fournit un exemple où les données d'une entreprise sont confrontées à l'évolution conjoncturelle du secteur représentée par les quartiles des contributions de quelques ratios et du score.

### ANALYSE DU SCORE contributions de quelques ratios

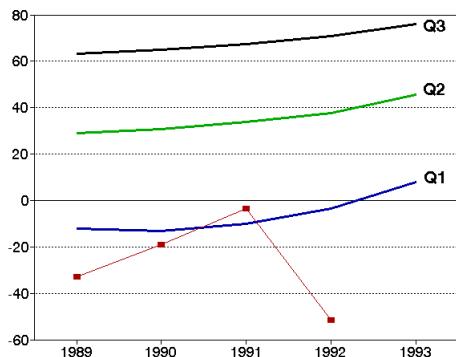
Ratio A



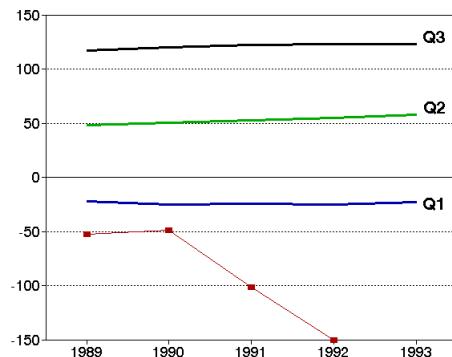
Ratio B



Ratio C



Score



Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 2 juin 1995

On constate :

- pour le ratio A, qui est lié à la rentabilité, une dégradation conjoncturelle des contributions, tandis que l'entreprise se trouve dans les 25 % des firmes les plus mauvaises ;
- pour le ratio B, qui est lié aux délais de règlement, une relative stabilité sectorielle mais une dégradation de la situation de l'entreprise en 1991-1992 ;
- enfin pour le ratio C, qui est lié à l'endettement, une contribution qui s'améliore pour le secteur, traduisant un désendettement général, tandis que la contribution de l'entreprise se détériore sous l'effet d'un alourdissement de la dette.

Si la distribution des scores des entreprises du secteur, résultant de l'évolution des différents ratios, est demeurée stable, celui de l'entreprise se dégrade progressivement. Cette dernière a d'ailleurs défailli en 1994.

Le score fournit donc une analyse du risque de l'entreprise à partir de ses documents comptables. Cette information peut et doit alors être approfondie grâce aux autres renseignements dont dispose la Banque de France et dont le caractère déterminant, en matière de risque, est notoire. En effet, des données telles que la cotation, les impayés, les risques, les informations en provenance de la succursale, croisées avec le score, permettront d'affiner et de renforcer l'analyse probabiliste du risque présentée ci-dessus.

En articulant toutes ces approches qui se complètent, on aura *un diagnostic fiable et nuancé*.

Ce nouveau score sera mis prochainement à la disposition des banques en intégrant toutes les aides à l'interprétation. Si sa mise au point a été longue et complexe, son utilisation sera, par contre, très simple.

Il devrait contribuer à une meilleure prévention du risque sur *chaque cas d'entreprise*.

Mais au-delà du suivi micro-économique de l'entreprise, une évaluation probabiliste du risque permet au *banquier* ou au *responsable des crédits clients dans l'entreprise* de relier l'ampleur de la perte potentielle avec la probabilité de défaut. Le décideur peut alors mieux arbitrer entre plusieurs risques dans la gestion de son portefeuille.

Enfin, sur le plan macro-économique, un tel outil peut permettre d'estimer l'impact prévisible des difficultés d'entreprise, par exemple en termes d'emplois menacés ou de dettes financières ou commerciales risquées.

## Bibliographie

- [1] M. Bardos, *Les défaillances d'entreprises dans l'industrie : ratios significatifs, processus de défaillance, détection précoce*, Collection Entreprises, B95/03, Banque de France (1995)
- [2] M. Bardos, « Délais de paiement et détection précoce des défaillances d'entreprises », *Supplément « Études » du Bulletin de la Banque de France*, 1<sup>er</sup> trimestre 1994
- [3] M. Bardos, « Structure du passif des sociétés industrielles défaillantes », *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, décembre 1993
- [4] M. Bardos et B. Paranque, *Trajectoires d'entreprises dans les transformations du tissu industriel national 1980-1979*, Collection Entreprises, B 92/09 Banque de France (1992)
- [5] M. Bardos, *Méthode des scores de la Centrale de bilans*, Collection Entreprises, Banque de France (1991)
- [6] M. Bardos, « Liaison entre le risque et la taille : influence du risque et de la taille sur le taux d'intérêt », *Cahiers économiques et monétaires* n° 38, Banque de France (1991)
- [7] M. Bardos, « PME du bâtiment et du génie civil agricole : ratios significatifs et détection du risque. Trois méthodes d'analyse discriminante », *Cahiers économiques et monétaires* n° 33, Banque de France (1989)
- [8] R. Blazy, P. Charlety et J. Combier, « Les défaillances d'entreprises : des difficultés visibles plusieurs années à l'avance », *Économie et Statistique* n° 268-269, Insee (1993)
- [9] L. Bloch, J. Bourdieu, B. Colin-Sedillot et G. Longueville, « Du défaut de paiement au dépôt de bilan : les banquiers face aux PME en difficulté », *Revue d'économie financière* n° 32, printemps 1995
- [10] G. Celeux (éditeur), *Analyse discriminante sur variables continues*, INRIA (1990)
- [11] J. Combier, « Les défaillances d'entreprise en 1992 », *Insee Première*, n° 274, août 1993
- [12] « Discriminant Analysis and Clustering », article anonyme dans *Statistical Science*, vol. 4, n° 1, p. 34-69 (1989)
- [13] A. Gazengel et Ph. Thomas, « Les défaillances d'entreprises », *Les cahiers de recherche* n° 92-105, ESCP (1993)
- [14] G. J. Mc Lachlan, *Discriminant Analysis and Statistical Pattern Recognition*, Wiley, New York (1992)
- [15] R. Maëder et J.C. Pierrel, *Structure et évaluation du passif des entreprises défaillantes de la région parisienne*, HEC (1994)

# ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1995

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus par les résidents ont porté sur 130 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 200 milliards le trimestre précédent.

---

CLAUDE MEILLER  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Pôle Valeurs mobilières*

- Après avoir marqué un ralentissement sensible en début de période, l'activité sur les marchés primaires obligataires a enregistré une reprise significative à partir de mai.
- 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 deuxième trimestre 1995 sont revenues de 118 milliards de francs à 96 milliards.
- Nette des amortissements, la collecte globale a fortement diminué, passant de 86 milliards de francs à 30 milliards seulement.
- Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents dépassait 4 000 milliards de francs à fin juin 1995.
- Les émissions d'actions n'ont atteint que 34 milliards de francs au deuxième trimestre (73 milliards le trimestre précédent).

## 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

Le ralentissement des émissions s'est poursuivi jusqu'en avril, dans un contexte d'inversion de la courbe des rendements consécutif à la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire. Au cours du mois de mai, dans un contexte dominé par les élections présidentielles en France et la bonne tenue des marchés financiers aux États-Unis, l'activité a connu une reprise certaine marquée notamment par le lancement d'un emprunt « global » de 6 milliards de francs émis par la République du Portugal, suivi, en fin de mois, d'une émission importante de la SNCF sur le marché intérieur. Avec l'amorce de la détente des taux d'intérêt à court terme en France, la reprise des émissions s'est confirmée en juin, assortie d'un retour des investisseurs non résidents sur le marché du franc.

### ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par secteur émetteur

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
2 <sup>e</sup> trim. 1995	6 mois 1995	6 mois 1994	Année 1994		2 <sup>e</sup> trim. 1995	6 mois 1995	6 mois 1994	Année 1994
				<b>ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)</b>				
65,0	130,0	127,5	261,5	État	38,8	101,7	101,1	195,1
10,5	29,8	73,3	114,2	Établissements de crédit et assimilés	-11,0	-9,9	4,5	16,1
12,9	23,2	43,2	58,9	Sociétés non financières	7,1	10,8	24,1	18,0
-	-	24,4	25,4	Autres émetteurs résidents	-1,1	-1,9	22,2	19,5
<b>88,3</b>	<b>183,0</b>	<b>268,5</b>	<b>460,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>33,9</b>	<b>100,8</b>	<b>152,0</b>	<b>248,8</b>
86,5	179,3	218,0	398,4	dont émissions intérieures des résidents	41,8	110,5	115,9	204,2
1,7	3,6	50,5	61,6	dont émissions internationales des résidents	-7,9	-9,7	36,0	44,5
<b>8,1</b>	<b>32,3</b>	<b>54,6</b>	<b>83,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>-3,6</b>	<b>16,1</b>	<b>49,3</b>	<b>71,5</b>
<b>96,3</b>	<b>215,3</b>	<b>323,1</b>	<b>543,8</b>	<b>TOTAL</b>	<b>30,2</b>	<b>116,9</b>	<b>201,2</b>	<b>320,3</b>
92,6	185,4	220,0	403,4	dont émissions intérieures	46,6	115,2	116,7	207,9
3,8	29,9	103,1	140,3	dont émissions internationales	-16,3	1,7	84,5	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

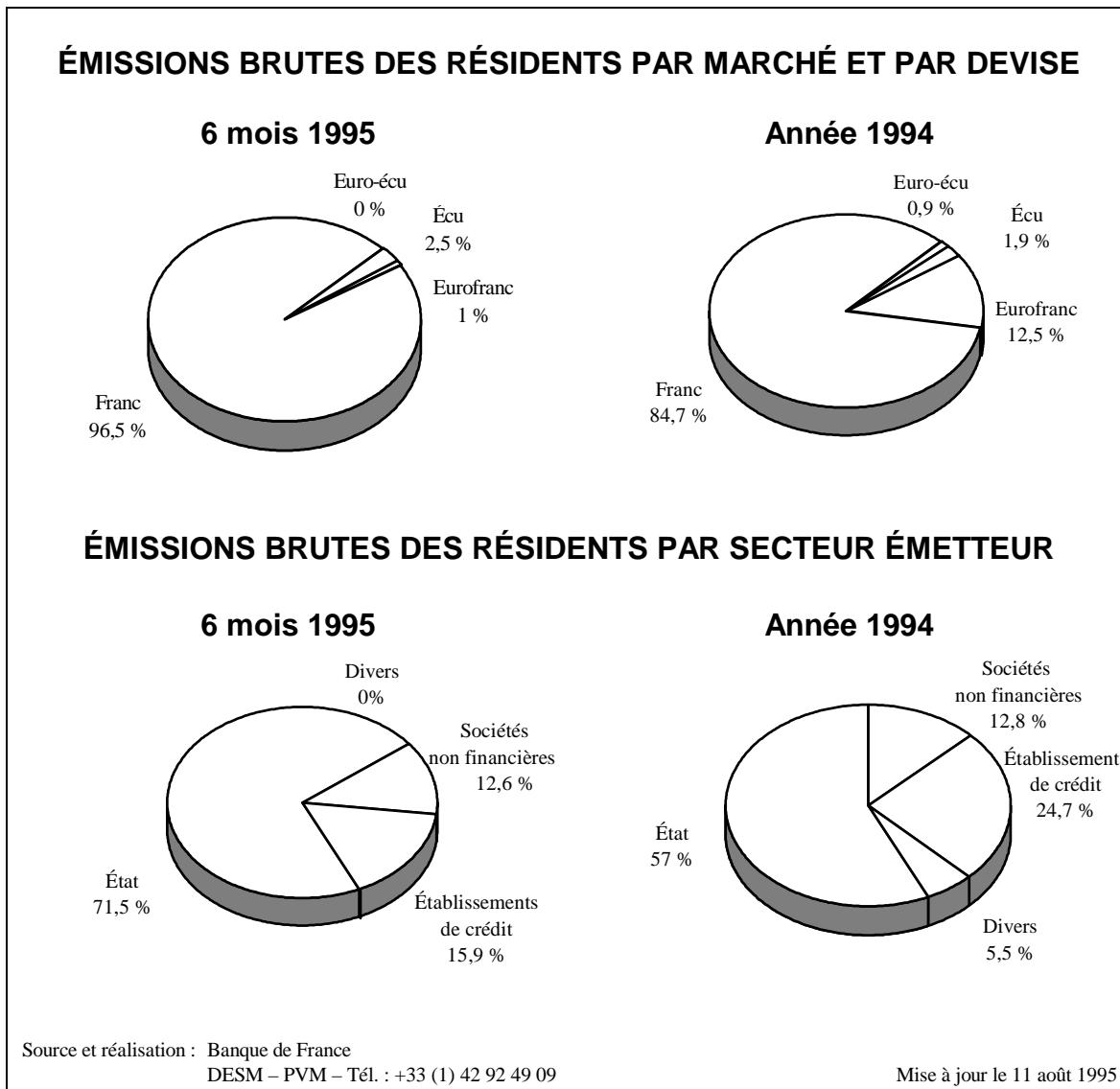
Mise à jour le 11 août 1995

Globalement, les émissions brutes réglées au cours du deuxième trimestre se sont élevées à 96 milliards de francs (118 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (95 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 2 % l'ont été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. Nette des amortissements, la collecte globale s'est élevée à 30 milliards de francs, en baisse de 56 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 94 milliards de francs à 88 milliards d'un trimestre sur l'autre. Nette des amortissements, elle a été de 34 milliards de francs au deuxième trimestre 1995 (66 milliards le trimestre précédent).*

Au terme du premier semestre, la *collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents* s'est élevée à 183 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de la période correspondante de 1994 (268,5 milliards de francs) qui recensait l'emprunt de 22 milliards de francs émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) et d'importantes émissions des établissements de crédit.



Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (seulement 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 sur l'autre.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
2 <sup>e</sup> trim. 1995	6 mois 1995	6 mois 1994	Année 1994		2 <sup>e</sup> trim. 1995	6 mois 1995	6 mois 1994	Année 1994
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
65,0	130,0	127,5	261,5	État	38,8	101,7	101,1	195,1
8,7	27,9	35,7	67,9	Établissements de crédit et assimilés	-3,6	1,1	-21,1	-16,0
12,9	21,5	31,2	44,4	Sociétés non financières	7,6	9,5	14,1	6,1
-	-	23,6	24,6	Autres émetteurs résidents	-1,1	-1,9	21,8	19,0
<b>86,5</b>	<b>179,3</b>	<b>218,0</b>	<b>398,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>41,8</b>	<b>110,5</b>	<b>115,9</b>	<b>204,2</b>
<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>0,8</b>	<b>3,7</b>
<b>92,6</b>	<b>185,4</b>	<b>220,0</b>	<b>403,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>46,6</b>	<b>115,2</b>	<b>116,7</b>	<b>207,9</b>
1,6	4,5	4,0	8,7	dont émissions en écus (b)	1,6	4,5	3,0	6,5
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,7	1,9	37,6	46,3	Établissements de crédit et assimilés	-7,4	-11,0	25,6	32,1
-	1,8	12,0	14,4	Sociétés non financières	-0,5	<b>1,3</b>	10,0	11,9
-	-	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,5	0,5
<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>50,5</b>	<b>61,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>-7,9</b>	<b>-9,7</b>	<b>36,0</b>	<b>44,5</b>
<b>2,0</b>	<b>26,3</b>	<b>52,6</b>	<b>78,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>-8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>48,5</b>	<b>67,9</b>
<b>3,8</b>	<b>29,9</b>	<b>103,1</b>	<b>140,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>-16,3</b>	<b>1,7</b>	<b>84,5</b>	<b>112,4</b>
-	-	5,0	5,0	dont émissions en écus	-2,8	-6,8	0,9	-4,3
-	-	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	-	-2,7	1,4	-

(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 11 août 1995

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État sont restées stables à hauteur de 65 milliards de francs.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur quatre lignes d'OAT, respectivement à 7 ans (4,5 milliards de francs sur la ligne 8,50 % novembre 2002), à 10 ans (47,7 milliards sur une nouvelle ligne 7,75 % octobre 2005 créée en avril 1995<sup>1</sup>), à 13 ans (2,7 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008) et à 30 ans (5,3 milliards sur la ligne 6 % octobre 2025). Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une baisse significative en avril et en juin (à 7,48 %), affichant à cette date un gain de 52 points de base par rapport à l'adjudication du mois de mars 1995.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 4,1 milliards de francs.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus<sup>1</sup> 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 environ 1,6 milliard de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 7,71 %, contre 8,71 % en mars 1995.

Les remboursements d'emprunts effectués au deuxième trimestre 1995 ayant atteint environ 26 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 39 milliards (contre 63 milliards le trimestre précédent). La part de l'État a représenté près de 71 % 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 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

La collecte brute des *autres émetteurs résidents*, réalisée entièrement en francs et en quasi-totalité sur le marché intérieur<sup>2</sup>, a diminué de 6 milliards de francs d'un trimestre à l'autre pour s'établir à 23 milliards environ (dont moins de 2 milliards émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 10 milliards de francs (soit moins de la moitié de ces fonds). Les *banques* ont levé 5 milliards de francs (3 milliards le trimestre précédent) de même que les *institutions financières spécialisées* (9 milliards auparavant). Les *sociétés financières*, les *caisses d'épargne* et les *institutions financières diverses* n'ont pas émis au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit est devenue négative à hauteur de 11 milliards de francs (après un excédent de 2 milliards au premier trimestre).

Les *sociétés non financières* ont de nouveau accru, d'un trimestre à l'autre, leur appel au marché (13 milliards de francs, contre 9 milliards le trimestre précédent). Les *grandes entreprises nationales* ont collecté 5 milliards de francs et les *autres sociétés non financières* ont levé 8 milliards de francs. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un excédent de 7 milliards de francs, en progression de 5 milliards d'un trimestre à l'autre.

### **1.3. Les principaux événements intervenus au cours du deuxième trimestre 1995**

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.

<sup>1</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.

<sup>2</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.

### 1.4. Les encours à fin juin 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	Juin 1995
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents .....	2 699	2 893	3 218	3 417	3 529
– par les non-résidents .....	31	31	30	34	38
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents .....	53	69	85	97	102
– par les non-résidents .....	1	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents .....	97	172	292	337	330
– par les non-résidents .....	70	111	186	258	274
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents .....	44	55	53	53	50
– par les non-résidents .....	12	12	12	8	4
<b>TOTAL .....</b>	<b>3 008</b>	<b>3 346</b>	<b>3 877</b>	<b>4 205</b>	<b>4 329</b>
<b>dont dette émise par les résidents .....</b>	<b>2 893</b>	<b>3 190</b>	<b>3 647</b>	<b>3 904</b>	<b>4 011</b>
<b>dont dette émise par les non-résidents .....</b>	<b>115</b>	<b>156</b>	<b>230</b>	<b>301</b>	<b>317</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

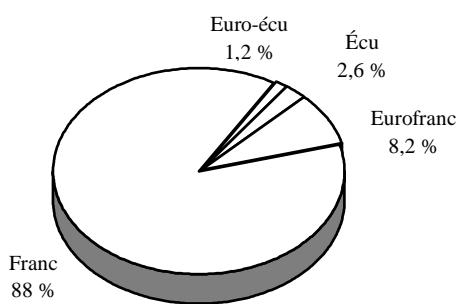
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 11 août 1995

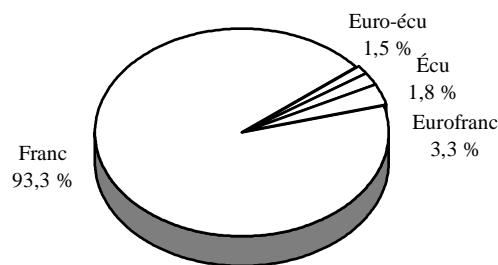
Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* dépassait 4 000 milliards de francs à fin juin 1995, (moins de 3 000 milliards à fin 1991). La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de moins de 5 % à plus de 9 %) 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 juin 1995, contre 3,3 % auparavant.

### DETTE OBLIGATAIRE DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

**Juin 1995**



**Fin 1991**



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

Mise à jour le 11 août 1995

## 2. Le marché des actions<sup>1</sup>

Les émissions d'actions réglées en numéraire sont revenues de 73 milliards à 34 milliards de francs d'un trimestre à l'autre.

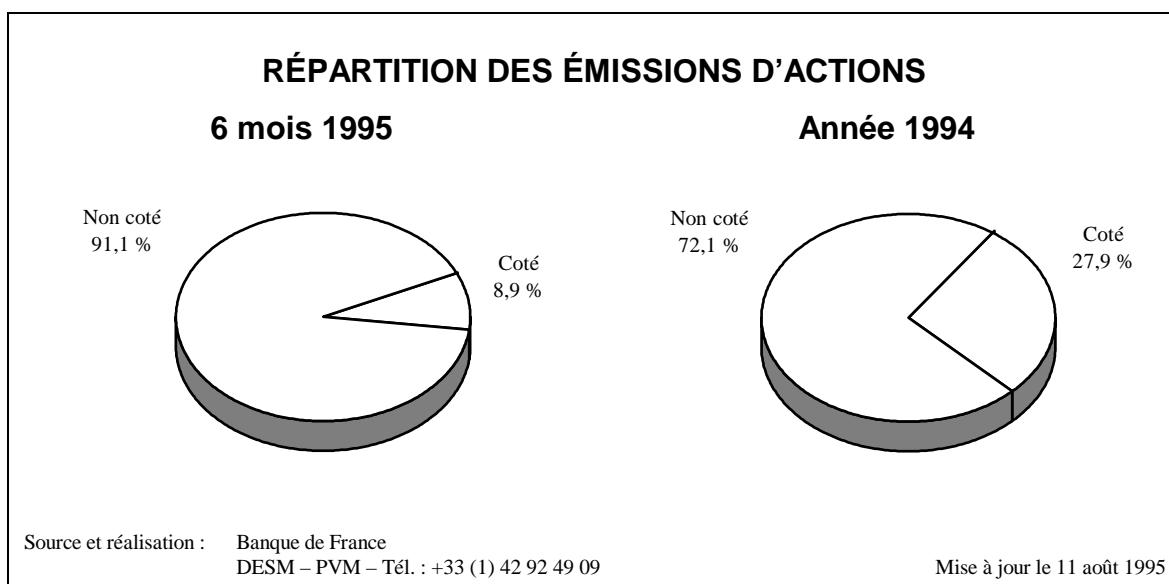
Au terme du premier semestre, leur montant (107 milliards de francs) a fléchi de 27,4 milliards d'une année à l'autre. Les émissions de titres cotés ont, pour leur part, très fortement diminué. Elles ont atteint 9 milliards de francs en 1995, soit 9 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

	<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>				
	(en milliards de francs)				
	1 <sup>e</sup> trim. 1995	2 <sup>e</sup> trim. 1995	6 mois 1995	6 mois 1994	Année 1994
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT) .....	–	–	–	–	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS.....	3,0	4,7	7,7	15,0	30,2
dont banques .....	2,6	2,4	5,0	8,7	18,6
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ...	67,3	29,2	96,5	113,3	228,2
– GEN (y compris PIT) .....	7,6	–	7,6	–	–
– autres sociétés .....	59,7	29,2	88,9	113,3	228,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	2,2	0,5	2,7	6,1	9,1
NON-RÉSIDENTS .....	–	–	–	–	–
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>72,6</b>	<b>34,4</b>	<b>107,0</b>	<b>134,4</b>	<b>267,6</b>
dont émissions de titres cotés (b).....	6,2	3,3	9,5	41,8	74,6
dont émissions avec appel public à l'épargne (c) .....	10,8	2,5	13,2	42,6	77,2

(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 11 août 1995



<sup>1</sup> Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.