

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 3**

**MARS 1994**

# SOMMAIRE

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

	Page
<b>1. Synthèse.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Chronologie des principaux événements</b>	
2.1. France .....	9
2.2. Étranger .....	12
<b>3. Le contexte économique et monétaire international</b>	
3.1. La situation dans les principaux pays étrangers .....	15
3.2. L'évolution des principales devises .....	17
3.3. Le marché de l'or .....	24
<b>4. La situation économique de la France</b>	
4.1. La conjoncture économique .....	25
4.2. La balance des paiements.....	29
<b>5. Les marchés de capitaux</b>	
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire .....	37
5.1.1. La liquidité bancaire et le marché interbancaire au jour le jour .....	38
5.1.2. Les marchés de terme interbancaire et le contrat Matif Pibor 3 mois .....	40
5.1.3. Le marché des bons du Trésor .....	42
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel .....	45
5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt .....	47
5.2. Les émissions .....	49
5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables et de BMTN .....	49
5.2.2. Le marché primaire obligataire .....	55
5.2.3. Le marché primaire des actions .....	60
5.3. Le marché secondaire des actions .....	61
<b>6. Les agrégats monétaires</b>	
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement.....	70
6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total .....	74

## COMMUNICATIONS

	Page
Une Banque de France indépendante, pourquoi ? .....	79
<b>La Banque de France et l'information.....</b>	<b>85</b>

## ÉTUDES

### Dossiers

Situation financière des entreprises et évolution des crédits .....	89
Les rapports publiés par la banques centrales concernant les systèmes de règlement.....	95

### Enquêtes

La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1993.....	99
Poursuite de la baisse du coût du crédit début 1994 .....	107

## STATISTIQUES

<b>Sommaire.....</b>	<b>113</b>
----------------------	------------

## TEXTES RÉGLEMENTAIRES

<b>Sommaire.....</b>	<b>159</b>
<b>Tarif des publications diffusées par la Banque de France .....</b>	<b>185</b>

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

Dans un contexte marqué par une conjoncture encore morose en Europe continentale, par une hausse généralisée des taux à long terme, et par une correction sur les marchés boursiers, la politique monétaire a été assouplie en France et reste orientée vers le maintien d'un cadre propice à une croissance saine et durable. De fait, les évolutions économiques et financières ont été encourageantes : les enquêtes de conjoncture confirment la tendance à la reprise observée depuis novembre 1993 ; le franc est resté ferme ; les agents économiques ont continué de privilégier les placements d'épargne stable au détriment des actifs rémunérés au taux du marché monétaire, mais les dépôts et les placements à vue ont vivement progressé.

## Le contexte économique et monétaire international

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

L'activité économique est restée bien orientée aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis qu'en Europe continentale et au Japon quelques signes ténus de reprise sont apparus. L'inflation demeure dans l'ensemble modérée, bien qu'une certaine accélération soit perceptible dans certains pays européens dont la monnaie s'est dépréciée. Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté aux États-Unis et les taux longs se sont momentanément tendus partout à la suite de la hausse intervenue dans ce pays.

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

Trois faits majeurs ont contribué à des inflexions de tendances sur les marchés et ont accentué l'instabilité des cours : le relèvement des taux américains, un retournement de tendance sur le yen et de nouvelles interrogations sur les perspectives européennes en matière de taux d'intérêt. Le dollar, qui avait atteint au début du mois son niveau le plus haut contre deutschemark depuis août 1991, s'est régulièrement déprécié. La livre sterling s'est brutalement repliée après la réduction d'un quart de point, à 5 %, du taux directeur de la Banque d'Angleterre, puis dans la perspective de nouvelles baisses de taux d'intérêt. La lire a fléchi. Au sein du Système monétaire européen, le repli du deutschemark face aux principales devises européennes s'est interrompu. Le franc français, à la faveur de la stabilisation du chômage en décembre et de signes d'amélioration de la conjoncture, a globalement fait preuve d'une bonne tenue.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en février*

L'opinion des chefs d'entreprise interrogés lors de l'enquête de conjoncture de la Banque de France confirme la tendance à la reprise observée depuis novembre 1993. Pour le quatrième mois consécutif, la production industrielle est bien orientée. Tous les secteurs enregistrent désormais des progrès. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est de nouveau amélioré. La demande globale reste

soutenue. Le raffermissement de la demande intérieure se poursuit et la demande extérieure continue d'être tirée par le développement des marchés à la grande exportation. L'appréciation portée sur les carnets de commandes prend un tour plus favorable. Les stocks restent très proches de la normale. La concurrence, toujours très intense, provoque un effritement des prix des produits finis. La plupart des responsables d'entreprise consultés estiment qu'au cours des prochains mois l'activité devrait continuer de progresser. Cependant, les programmes d'investissement importants demeurent rares.

L'activité commerciale, qui avait progressé en janvier, s'est repliée. Le volume des affaires du bimestre a toutefois été supérieur à celui des deux derniers mois de 1993.

Les effectifs ont fléchi dans le bâtiment et l'industrie, mais suivant un rythme qui tend à se modérer ; ils sont restés stables dans les commerces et services marchands. Les entreprises s'efforcent de garder leur personnel à caractère permanent en augmentant la flexibilité des conditions de travail.

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

Le commerce extérieur a enregistré un excédent record (FAB-FAB, cvs) de 13,2 milliards de francs en décembre, après + 6,6 milliards de francs en novembre, ce qui porte à 89,6 milliards de francs le solde cumulé pour l'ensemble de l'année 1993, au lieu de + 31 milliards de francs l'année précédente. Le solde des transactions courantes avec l'extérieur a présenté, selon les données brutes provisoires, un excédent de 16,1 milliards de francs en décembre, traduisant une amélioration spectaculaire par rapport au mois précédent (- 0,2 milliard) ; en données cvs, le solde positif s'établit à 15,7 milliards de francs, contre 0,1 milliard en novembre. Les mouvements de capitaux à long terme ont dégagé des sorties nettes de 17,3 milliards de francs, contre des entrées nettes de 21 milliards de francs le mois précédent. Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 12,5 milliards de francs, contre des sorties de 12,6 milliards en novembre.

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

Les marchés de taux d'intérêt ont conservé une orientation favorable sur les échéances les plus courtes. Ils ont enregistré, sur celles supérieures à trois mois, un mouvement de correction croissant avec les durées.

La Banque de France a mis à profit le mouvement général de baisse des taux directeurs en Europe et la stabilité du franc sur les marchés de change pour ramener de 6,20 % à 6,10 % le taux des appels d'offres. Sur l'ensemble du mois, les taux à très court terme ont baissé de 5 à 12 centimes jusqu'à l'échéance de trois mois, le loyer de l'argent au jour le jour s'étant replié pour sa part de 1/16 de point le 7 février. Sur le marché obligataire, le rendement moyen des emprunts du gisement s'est accru de 44 centimes à 6,11 % le 28 février, contre 5,67 % un mois plus tôt. Cette évolution, observée pour l'ensemble des grands marchés financiers, a été provoquée par un début de durcissement de la politique monétaire aux États-Unis et par des anticipations d'un ralentissement, voire d'un arrêt, du mouvement de baisse des taux courts en Europe.

Les encours des différentes catégories de titres de créances négociables ont enregistré des évolutions divergentes : progression des certificats de dépôt et des billets de trésorerie, stabilité des bons à moyen terme négociables et tassement des bons des institutions et des sociétés financières.

Le marché parisien des actions a subi une nette correction à l'image de l'ensemble des autres grandes places boursières. L'amorce d'un durcissement de la politique monétaire aux États-Unis et la remontée générale des taux obligataires apparaissent comme les principales causes de cette détérioration de tendance. L'indice CAC 40 recule de 4,3 % sur l'ensemble du mois après la hausse de 2,8 % enregistrée en janvier.

## Les agrégats monétaires

En janvier, les moyens de paiement (M1) ont de nouveau enregistré une hausse prononcée (2,5 %) et les avoirs sur livrets à taux réglementé (M2 – M1) ont continué de progresser (0,7 %) ; l'agrégat M2 a ainsi augmenté de 1,7 %. L'agrégat M3 s'est, en revanche, contracté de 0,6 %, sous l'effet d'une baisse des placements rémunérés à taux de marché (- 3 %) et, en particulier, des dépôts à terme (- 4 %), la diminution des placements en titres d'OPCVM court terme s'étant, quant à elle, fortement atténuée (- 0,8 %). En novembre, l'endettement intérieur total a, pour sa part, continué de progresser à un rythme soutenu (4,8 % en un an, contre 4,7 % à fin octobre).

L'évolution de l'agrégat M3 depuis le milieu de l'année 1993 traduit un transfert d'actifs liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, qui résulte, en partie, de l'évolution de la structure des taux d'intérêt en 1993 mais aussi de facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux mesures fiscales concernant les OPCVM. La variation de M3 en 1993, qui s'établissait nominalement à - 1,5 %, ressortait, après correction de l'impact de ces facteurs, à + 1,5 % (chiffres révisés). À cela s'est ajouté, en janvier 1994, l'effet des arbitrages entre actifs liquides et plans d'épargne-logement, apparus très attractifs avant la baisse annoncée de leur taux de rémunération. Au total, l'évolution de M3 sur un an, calculée entre moyennes trimestrielles centrées, s'établit nominalement à - 2,7 % et à 0,3 % si on la corrige des facteurs exceptionnels précédents.

L'accroissement de l'agrégat P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) a atteint 35,4 milliards de francs au cours du mois et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à 17,6 % sur un an. Les souscriptions nettes de Sicav « obligations », incluses dans P2, se sont élevées à 17,4 milliards de francs et celles des Sicav « actions », incluses dans P3, à 10,3 milliards de francs. Au total, les souscriptions nettes d'actifs inscrits dans P1 ainsi que de titres de Sicav obligataires et « actions » ont atteint 63 milliards de francs, alors que M3 régresse de 41,3 milliards.

La progression de l'endettement intérieur total recouvre notamment une croissance vive des financements obtenus sur les marchés internes (17,2 % sur un an) et, en particulier, des ressources obligataires (+ 22,4 %). Ces modalités de financement se sont substituées en partie à l'émission de titres de créances négociables et surtout au crédit. À fin novembre, les concours à l'économie accordés par l'ensemble des établissements de crédit ressortent en légère hausse sur un an pour le deuxième mois consécutif (0,3 % après 0,1 % en octobre). Les crédits distribués par les banques, qui ont diminué de 0,3 % au cours du mois de novembre, continuent, en glissement sur douze mois, de s'inscrire en recul (- 3,5 %).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

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

##### ***Les mesures en faveur des pêcheurs***

- 2 février** Le ministre de l'Agriculture et de la Pêche annonce le déblocage de FRF 300 millions au profit du secteur de la pêche, dont 150 millions pour le réaménagement des prêts bonifiés en faveur des entreprises en difficulté.
- 4 février** De nouvelles mesures sont annoncées : allègement de 50 % des cotisations sociales des marins jusqu'au 1<sup>er</sup> juin 1994, mise à la disposition des organisations professionnelles d'une enveloppe de FRF 50 millions et création d'une caisse mutuelle de garantie des salaires destinée à assurer un revenu minimum aux marins de la pêche artisanale.

##### ***Les mesures en faveur des entreprises françaises implantées dans la Zone franc***

- 2 février** Création d'une facilité exceptionnelle de financement à court terme d'un montant global de FRF 300 millions, apporté par la Caisse française de développement, pour aider ces firmes à surmonter les difficultés de trésorerie liées à la dévaluation du franc CFA.

##### ***Les privatisations***

- 2 février** Lancement de la privatisation d'Elf-Aquitaine : 33 millions d'actions sont proposées au prix unitaire de FRF 385.
- 14 février** Large succès de cette opération : 98 millions d'actions ont été demandées par les particuliers.

##### ***Les entreprises publiques***

- 2 février** Renault a vendu une partie des actions qu'elle détenait dans le groupe Volvo AB, à la suite de l'annulation du projet de rapprochement avec le groupe suédois, réalisant une plus-value de quelque FRF 750 millions.
- Annonce de l'octroi à l'Aérospatiale d'une dotation de l'État de FRF 2 milliards.

##### ***Participation des salariés***

- 9 février** Le ministre du Travail présente le projet de loi sur la participation des salariés qui comporte trois volets : la participation des salariés actionnaires à la gestion de l'entreprise, le développement de la participation financière et de l'intéressement, et la création d'un « compte épargne-temps ».

***Protection sociale***

- 9 février** L'accord conclu entre les partenaires sociaux sur le rééquilibrage de l'Association générale des institutions des retraités cadres (Agirc) confirme le gel des retraites en 1994, institue une cotisation de solidarité des retraités et précise le calendrier du relèvement du taux obligatoire de cotisation des employeurs et des salariés.
- 22 février** Les partenaires sociaux parviennent à un accord sur le chômage partiel de longue durée.

***Logement social***

- 23 février** Le ministre du Logement promet le déblocage de 10 000 prêts locatifs aidés supplémentaires, portant ainsi à 100 000 le nombre de prêts de ce type pour 1994.

***Mesures relatives à l'emploi***

- 24 février** Publication du décret instituant le contrat d'insertion professionnelle, destiné à favoriser l'embauche de jeunes avec un salaire correspondant à 80 % du SMIC.

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

- 2 février** Audition de Jean-Claude Trichet, gouverneur, devant la commission des Finances de l'Assemblée nationale.
- 8 février** Nomination par le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) de Robert Raymond, directeur général du Crédit, au poste de directeur général de l'IME.
- 24 février** La Banque de France ramène de 6,20 % à 6,10 % le taux de ses appels d'offres.
- 3 mars** Les comptes de la Banque de France font apparaître pour 1993 un bénéfice net de FRF 3,88 milliards, en baisse de 16,5 % par rapport à 1992.

***Les principaux indicateurs conjoncturels******Les comptes nationaux du quatrième trimestre 1993***

- 28 février** Selon l'INSEE, le PIB a progressé de 0,2 % au quatrième trimestre 1993. Sur l'ensemble de l'année, il s'est contracté de 0,7 %.

***La production industrielle***

- 17 février** La production industrielle française recule de 0,5 % au quatrième trimestre (- 1,7 % au trimestre correspondant de 1992).
- 18 février** La production industrielle (cvs, hors bâtiment) a diminué de 0,7 % en décembre 1993, après une hausse de 0,6 % en novembre.

***La construction de logements***

- 22 février** En janvier 1994, les mises en chantier de logements ont progressé de 28,2 % par rapport à janvier 1993.

*L'investissement*

- 9 février** Selon l'INSEE, les chefs d'entreprise du secteur industriel ont révisé en légère baisse leurs prévisions d'équipement pour 1994 : + 3 % en valeur, soit une croissance de 1 % en volume. En 1993, les dépenses réalisées ont chuté de 15 % en valeur, c'est-à-dire de 16 % à 17 % en volume.

*La consommation des ménages*

- 22 février** En janvier 1994, la consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 0,9 % malgré une chute importante des achats d'automobiles.

*Les dépenses de santé*

- 21 février** En 1993, la progression des dépenses de santé est revenue à 5,7 %, après 7,1 % en 1992.

*Les défaillances et créations d'entreprises*

- 8 février** Au titre de 1993, 63 187 défaillances ont été recensées par l'INSEE, soit 9,3 % de plus qu'en 1992.

- 16 février** En janvier 1994, le nombre des créations d'entreprises s'est établi, selon l'INSEE, à 23 090 (cvs), contre 23 780 le mois précédent.

*L'emploi*

- 11 février** Selon le ministère du Travail, l'emploi salarié a diminué de 1,5 % en 1993, ce qui représente la disparition de 220 000 postes. Ce mouvement a essentiellement affecté l'industrie et le bâtiment-travaux publics, les effectifs étant demeurés pratiquement stables dans le secteur tertiaire.

- 28 février** À fin janvier 1994, le nombre des chômeurs, en augmentation de 0,1 % sur un mois et de 10,2 % sur un an, a atteint 3 307 100 (cvs), soit 12,2 % de la population active.

*Les salaires*

- 11 février** Selon le ministère du Travail, le taux de salaire horaire a progressé de 2,3 % en 1993.

*Les prix*

- 25 février** En janvier 1994, les prix à la consommation ont augmenté de 0,2 %, soit, sur un an, une hausse de 1,9 %, contre 2,1 % en décembre.

## 2.2. Étranger

- 2 février** Hausse de 0,7 % en décembre des indicateurs avancés aux États-Unis.
- 3 février** Progression de 8,1 % de M3 en Allemagne en décembre.  
À l'issue de son conseil, la Banque fédérale d'Allemagne maintient ses taux directeurs inchangés.
- 4 février** Baisse, de 7 % à 6,7 %, du taux de chômage aux États-Unis en janvier ; création de 62 000 emplois non agricoles contre 200 000 attendues.  
À l'issue de la réunion du Comité fédéral de l' « Open Market », M. Greenspan annonce une remontée des taux américains à court terme ; les fonds fédéraux passent de 3 % à 3,25 %.
- 7 février** La Banque nationale de Belgique réduit de 6,85 % à 6,70 % son taux central et de 8,35 % à 8,20 % son taux au jour le jour plafonné.
- 8 février** Publication du détail du plan de relance japonais.  
Baisse de 5,50 % à 5,25 % du taux minimum de la Banque d'Angleterre.  
Progression de 8,1 % à 8,8 %, en janvier, du taux de chômage en Allemagne et hausse de 0,9 %, le même mois, de l'indice du coût de la vie (3,5 % en rythme annuel).  
La Banque fédérale d'Allemagne annonce des prises en pension à 14 jours au taux fixe inchangé de 6 %.  
La Banque centrale de Norvège abaisse de 5 % à 4 3/4 % le taux des dépôts des banques à 24 heures.
- 11 février** Première baisse des ventes de détail en janvier (- 0,5 %) aux États-Unis depuis 10 mois.  
Le gouverneur de la Banque de Suède, M. Dennis, déclare que la politique monétaire restera accommodante pour stimuler les exportations.  
Augmentation du déficit commercial britannique en novembre (GBP 1 035 millions contre 578 millions en octobre).
- 14 février** Échec de la rencontre entre le Président Clinton et le Premier ministre Hosokawa.  
La Banque du Portugal réduit de 1/8 de point ses deux taux directeurs, à 10,125 % pour le taux d'approvisionnement hebdomadaire en liquidités et à 9,125 % pour le taux d'absorption hebdomadaire de liquidités.
- 15 février** Le dollar a perdu 5,5 % contre yen depuis le 11 février malgré de bons indicateurs pour janvier (notamment production industrielle : + 0,5 %).  
M. Rexrodt (ministre allemand de l'Économie) ne prévoit pas de baisse prochaine des taux d'intérêt.

## CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

## Étranger

- 16 février** Accroissement du surplus commercial du Japon sur les États-Unis en janvier (USD 3,13 milliards, contre 2,93 milliards en décembre).  
Maintien du taux d'appel d'offres de Banque fédérale d'Allemagne à 6 %.
- 17 février** Le Japon se déclare prêt à ouvrir son marché intérieur aux produits américains.  
Aux États-Unis, stabilité des prix à la consommation en janvier (+ 0,2 % en décembre).
- 18 février** La Banque nationale de Belgique abaisse son taux central de 6,70 % à 6,55 %, son taux de découvert de fin de journée de 8,20 % à 8,05 %, son taux d'urgence de 11,0 % à 10,5 % et le taux d'escompte de 5,25 % à 5,0 %.  
La Banque des Pays-Bas ramène son taux des prêts garantis de 5,25 % à 5,0 %.  
La Banque nationale suisse laisse son taux d'escompte à 4 % mais a toutefois accru la liquidité bancaire.  
La Banque nationale d'Autriche réduit son taux d'escompte et son taux Lombard de 25 points de base à 5 % et 6 % respectivement, profitant du haut niveau des réserves de change.  
La Banque nationale du Danemark abaisse le taux des certificats de dépôt à 14 jours de 6,25 % à 6,0 %, le taux central et le taux des dépôts de 5,75 % à 5,50 %.
- 21 février** La Banque du Portugal réduit de 1/8 de point ses deux taux directeurs, à 10 % pour le taux d'approvisionnement hebdomadaire en liquidités et 9 % pour le taux d'absorption hebdomadaire de liquidités.  
La Banque de Suède diminue son taux marginal d'un quart de point, le ramenant à 7,25 %.  
La Banque nationale de Belgique ramène le taux des pensions de 6,70 % à 6,55 %.
- 23 février** La Banque d'Espagne réduit de 0,25 point à 8,5 % son taux directeur (appel d'offres à 10 jours de certificats).
- 24 février** Progression de 3,7 % des commandes de biens durables en janvier aux États-Unis.
- 25 février** Recul de 2,4 % des ventes de détail en janvier au Japon.  
Révision à la baisse des prévisions de croissance pour 1994 et 1995 de la Confédération britannique de l'Industrie.  
La Banque nationale de Belgique réduit son taux central de 6,55 % à 6,40 % et son taux de fin de journée de 8,05 % à 7,90 %.
- 28 février** Haussse de 0,9 % de la production industrielle au Japon au mois de janvier.
- 1<sup>er</sup> mars** La Banque fédérale d'Allemagne alloue 72 milliards de deutschemarks à 15 jours lors de sa prise en pension au taux minimum de 5,97 %. Elle renoue ainsi avec les prises en pension à taux variables, après avoir procédé à des prises en pension au taux fixe de 6 % depuis début décembre.  
Au terme de cinq jours d'intenses négociations avec les Douze, l'Autriche, la Finlande et la Suède ont décidé de rejoindre l'Union

europeenne à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1995 ; en revanche, les contacts techniques se poursuivent avec la Norvège qui a interrompu les négociations en raison d'un différend sur la pêche. Ces accords ne seront effectifs qu'après leur ratification par les électeurs et avis conformes du Parlement européen et des parlements nationaux. Les Douze ont accordé quatre voix à l'Autriche, trois à la Finlande et quatre à la Suède dans les votes à la majorité qualifiée au Conseil.

**3 mars** La Banque d'Espagne réduit d'un quart de point à 8 % son taux directeur (appels d'offres à 10 jours de certificats).

Les États-Unis rétablissent pour deux ans la clause dite « super 301 » qui vise à renforcer la protection du marché américain.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité économique est restée bien orientée aux États-Unis et au Royaume-Uni tandis qu'en Europe continentale et au Japon quelques signes ténus de reprise sont apparus. L'inflation demeure dans l'ensemble modérée bien qu'une certaine accélération soit perceptible dans certains pays européens dont la monnaie s'est dépréciée. Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté aux États-Unis et les taux longs se sont momentanément tendus partout à la suite de la hausse intervenue aux États-Unis.

**La hausse des prix** est restée contenue en janvier, mais cette évolution d'ensemble recouvre deux tendances différentes : une accélération du glissement annuel des prix en Italie (4,2 %, contre 3,8 % en décembre), au Royaume-Uni (2,5 % au lieu de 1,9 %) et en Espagne (5 %, contre 4,9 %), et un ralentissement en Allemagne (3,5 %, contre 3,7 %) et aux États-Unis (2,5 %, contre 2,7 %). En février, la hausse des prix a été stable en Italie à 4,2 %, tandis qu'en Allemagne une nouvelle diminution (3,3 %) intervenait.

**Les taux d'intérêt** à court terme ont augmenté aux États-Unis à la suite du relèvement d'un quart de point, le 4 février, de l'objectif implicite des « Fed Funds » ; ils ont en revanche diminué au Royaume-Uni et en Espagne en liaison avec des réductions de taux directeurs. Sur le compartiment du long terme, les taux se sont tendus dans tous les pays à la suite du mouvement de hausse intervenu aux États-Unis.

**Aux États-Unis**, la reprise se poursuit à un rythme soutenu.

– Le PIB a augmenté de 7,5 % en rythme annuel au quatrième trimestre de 1993 (chiffre provisoire) grâce à l'intensité de l'investissement et à l'accélération de la consommation. De plus, les principales composantes de la demande

interne ont encore connu en janvier une progression sensible.

– Les dépenses de consommation des ménages (en volume) se sont accrues de 0,5 % comme en décembre.

– La production industrielle a augmenté de 0,5 %, après 0,9 % en décembre, tandis que les commandes adressées à l'industrie ont progressé de 2,1 %, après 1,4 % le mois précédent.

– Seules les intempéries exceptionnelles ont minoré les résultats dans le bâtiment, et les dépenses de construction se sont repliées de 1,2 % tout en se maintenant à +12 % en glissement annuel.

– Le taux de chômage a de nouveau reculé, à 6,5 % en février, contre 6,7 % en janvier, grâce à la création de 217 000 postes.

**Au Japon**, le redémarrage de l'économie est encore incertain.

– La production industrielle a augmenté de 0,9 % sur un mois en janvier, après avoir reculé de 1,9 % en décembre, mais le glissement sur un an reste négatif (-3,1 % en janvier, contre -4,4 % en décembre).

– Le secteur du logement confirme sa tendance au rétablissement et enregistre une nouvelle progression.

– En revanche, la consommation continue de se replier ; les ventes au détail ont diminué de

## La situation dans les principaux pays étrangers

2,4 % sur un an en janvier, après – 4,7 % en décembre.

– Dans ces conditions, le taux de chômage n'a guère pu s'améliorer, s'établissant à 2,7 % en janvier, contre 2,8 % en décembre.

– L'excédent commercial s'est replié en janvier à 10,96 milliards de dollars (cvs). Les exportations progressent de 7,5 % sur un an et les importations de 4,8 %.

**En Allemagne occidentale**, le PIB a régressé de 0,5 % au quatrième trimestre, alors que l'Office statistique avait précédemment annoncé sa stabilisation.

– La consommation privée a baissé de 0,5 %. L'équipement a diminué de 3,0 % et la construction de 2,5 %. La consommation publique (+ 0,5 %) et les exportations (+ 3,0 %) ont apporté un soutien à l'activité, de même que le repli des importations (– 1,5 %).

– En 1993, le PIB ouest-allemand a diminué de 1,9 % en moyenne du fait d'une baisse de 15 % de l'équipement et d'une stagnation de la consommation privée ; pour l'ensemble de l'Allemagne, le recul est de 1,2 %.

– La production industrielle a augmenté de 1,4 % de novembre à décembre, puis est restée stable en janvier. La construction demeure l'élément dynamique (+ 5,5 % en un mois, mais – 2,5 % en un an).

– Les commandes à l'industrie ont compensé en janvier (+ 1,8 %) leur recul de décembre (– 2,0 %). Elles restent très proches du niveau moyen du quatrième trimestre 1993. La comparaison du bimestre décembre-janvier aux deux mêmes mois de 1993 montre une progression de 2,9 %. Les ventes sur le marché national ont diminué de 2,7 %, mais les ordres étrangers ont augmenté de 13,9 %. Cette évolution semble confirmer l'absence de reprise nette en Allemagne occidentale alors que les exportations de certains secteurs tels que la chimie, en particulier vers les États-Unis et l'Asie, ont déjà commencé de tirer l'activité.

– Le taux de chômage (cvs) a continué d'augmenter en Allemagne occidentale, passant de 8,2 % en janvier à 8,3 % en février. À l'Est, le taux de chômage brut est passé de 17,0 % en janvier à 17,1 % en février. Pour l'ensemble de l'Allemagne, le nombre brut de chômeurs demeure inchangé, un peu au-delà de 4 millions. Mais le taux de chômage brut a augmenté de 10,3 % à 10,5 % de la population active, du fait

d'une contraction de celle-ci (à l'Ouest) de 2,3 % en un an.

**Au Royaume-Uni**, l'activité reste bien orientée.

– Les données définitives font état d'une progression du PIB de 0,8 % au quatrième trimestre 1993, soit un glissement annuel de 2,5 %.

– La production industrielle a enregistré une croissance de 0,8 % en janvier. Son glissement annuel s'établit à 4 %, après 3,7 % en décembre. La seule production manufacturière a crû de 1,1 %, soit un glissement annuel de 2,1 %, après 2,4 %.

– La consommation privée demeure le principal moteur de la croissance : les ventes au détail ont progressé de 3,5 % en janvier sur un an (+ 0,6 % sur le mois précédent), après 4,1 %. L'évolution des crédits nouveaux à la consommation, toutefois, indique une plus grande prudence des consommateurs à l'approche de l'alourdissement de la fiscalité indirecte (avril 1994).

– Le chômage a faiblement progressé en janvier, mais s'établit toujours à 9,9 % de la population active, comme en décembre.

– Le déficit commercial avec les pays hors Union européenne s'est quelque peu alourdi en janvier (GBP 750 millions, après 671 millions en décembre).

**En Italie**, les indicateurs disponibles suggèrent un faible redressement.

– La production industrielle (cvs) a progressé de 0,9 % en décembre. Il s'agit du premier signe de reprise depuis décembre 1992. Le glissement annuel est devenu positif à 1,5 % (contre – 0,9 % en novembre).

– Le commerce extérieur avec les pays hors Union européenne, excédentaire sur l'ensemble de l'année 1993, a été déficitaire de ITL 192 milliards (FRF 664 millions) en janvier 1994.

**En Espagne**, l'activité a légèrement progressé.

– Le PIB a augmenté de 0,1 % au quatrième trimestre 1993, mais sur l'ensemble de l'année, il s'est contracté de 1 %.

– L'indice brut de la production industrielle s'est inscrit en hausse de 6,2 % sur un an en décembre 1993, contre 2,4 % en novembre, confirmant le redressement de l'activité constaté depuis le troisième trimestre 1993.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de février a été marqué par une révision des anticipations, qui a concerné aussi bien les marchés des changes que les marchés financiers. Trois faits majeurs ont contribué à ces inflexions de tendances, et ont entraîné une augmentation assez générale de la volatilité des cours : le relèvement des taux américains, un retournement de tendance sur le yen, et de nouvelles interrogations sur les perspectives européennes en matière de taux d'intérêt. Dans ce contexte, le dollar, qui avait atteint au début du mois son niveau le plus haut contre deutschemark depuis août 1991, s'est régulièrement replié, au point que son potentiel de hausse à moyen terme semble remis en cause. Au sein du SME, le repli du deutschemark face aux principales devises européennes s'est interrompu.

---

***La décision de la Banque de Réserve fédérale de durcir sa politique monétaire, le 4 février, par une hausse d'un quart de point du taux des fonds fédéraux (de 3 % à 3,25 %) a eu surtout des répercussions sur les marchés financiers internationaux, les effets sur le change étant moins nettement perceptibles***

Le **dollar**, dont la progression semblait stoppée, en dépit de la publication d'indicateurs économiques favorables, a certes connu une envolée brutale à l'annonce d'une inflexion de la politique monétaire américaine que le marché n'attendait pas si tôt. Mais, cette hausse s'est rapidement essoufflée, les opérateurs tirant parti de ce regain de fermeté pour liquider des positions longues qu'ils avaient constituées les mois précédents. L'échec des négociations Clinton-Hosokawa le 14 février a alors profondément affecté la tenue de la devise américaine, qui en une semaine a perdu plus de 3 % contre yen, le sentiment des marchés étant que les responsables américains ne s'opposeraient pas à cette appréciation du yen, afin de réduire l'excédent commercial japonais. Ce phénomène s'est encore amplifié sous la pression de dénouements massifs opérés par certains « Hedge Funds » qui attendaient au contraire une poursuite de la hausse du dollar contre yen. Par un effet de contagion, la tendance baissière du dollar s'est poursuivie jusqu'en fin de période en dépit d'indicateurs économiques toujours favorablement orientés.

En février la parité dollar/yen a constitué un des principaux centres d'intérêt des marchés de change. En début de mois déjà, le **yen** résistait bien à la progression du dollar car il était soutenu par l'orientation favorable de la bourse nippone et par l'annonce d'un nouveau plan de relance, d'une ampleur exceptionnelle (JPY 15 100 milliards, soit l'équivalent d'environ USD 140 milliards). Les difficultés rencontrées par la suite dans la mise en oeuvre de ce plan de relance n'ont pas pesé sur la monnaie japonaise, qui bénéficiait de l'incertitude quant à l'issue des négociations commerciales américano-japonaises. L'annonce de l'échec de ces négociations a provoqué une envolée du yen jusqu'au voisinage de ses plus hauts niveaux historiques contre dollar, à JPY 102 pour USD 1, et la monnaie nippone ne s'est que modérément repliée après que les autorités japonaises eurent annoncé leur intention d'ouvrir leur marché intérieur aux produits américains, dans un contexte de persistance d'excédents commerciaux japonais considérables (USD 10,96 milliards en janvier).

---

Parmi les autres devises flottantes, le **franc suisse** a poursuivi son mouvement d'appréciation, alors que la livre sterling et la lire italienne s'inscrivaient en net repli.

Le franc suisse s'est sensiblement apprécié sur la période pour atteindre son plus haut niveau

face au deutschemark depuis 3 ans. La monnaie helvétique a été soutenue par les déclarations du président de la Banque nationale suisse, qui exclut une détente des taux directeurs suisses dans un avenir immédiat, alors que la hausse des prix n'atteint que 0,1 % en janvier. Elle a également bénéficié des tensions politiques en Russie qui tendent à lui faire retrouver son statut de monnaie-refuge.

La **livre sterling**, qui connaissait depuis plusieurs mois une orientation favorable liée à un sentiment positif quant à la situation de l'économie britannique, s'est brutalement repliée, après la réduction d'un quart de point à 5,25 % du taux directeur de la Banque d'Angleterre, puis dans la perspective de nouvelles baisses du loyer de l'argent. Le recul de la monnaie britannique, conjugué à la publication d'indicateurs économiques moins concordants (recul de 0,5 % de la production industrielle en décembre, stabilité à 9,9 % du taux de chômage), a également été à l'origine d'une dégradation assez sensible du marché des titres d'État à long terme.

La **lire italienne**, qui faisait montre en début de période d'une excellente orientation, notamment liée à des arbitrages de portefeuille en faveur des bons du Trésor italien, s'est par la suite repliée, avec l'entrée de l'Italie en campagne électorale pour les élections législatives qui se dérouleront fin mars.

La **couronne suédoise**, qui avait connu au cours du mois de janvier une progression marquée par rapport aux principales monnaies européennes a nettement reculé face au deutschemark en février, à l'instar des autres monnaies nordiques. Avec un arrêt de la tendance au repli progressif du deutschemark, on observe une stabilisation de la configuration du mécanisme de change. La plupart des monnaies européennes marquent un léger recul vis-à-vis du deutschemark alors que le processus de détente des taux d'intérêt en Europe se poursuit.

La Banque fédérale d'Allemagne a réaffirmé, au cours du mois de février, sa volonté de détenir sa politique monétaire d'une façon prudente, qui ne remette en cause ni la valeur externe du deutschemark, ni son objectif interne de contrôle de la croissance de la masse monétaire. En début de mois, le **deutschemark** est resté stable en dépit de la forte hausse du dollar et de l'enlisement des négociations salariales entre le syndicat IG Metall et le patronat allemand. Le maintien par la Banque fédérale d'Allemagne de ses taux directeurs, justifié par une progression de 8,10 % en termes annualisés de l'agrégat M3 en décembre, puis la confirmation du taux fixe de 6 % pour la procédure de refinancement à 14 jours, a ensuite contribué à un raffermissement de la monnaie allemande, malgré l'annonce d'une progression du chômage de 8,1 % à 8,8 % en Allemagne occidentale en janvier. Cette bonne orientation du deutschemark n'a pas été remise en cause par la réduction de 5,75 % à 5,25 % du taux d'escompte de la Banque fédérale d'Allemagne, dans la mesure où les autres taux, et notamment le taux des appels d'offres, restaient inchangés.

***À la suite de la décision de la Banque fédérale d'Allemagne, la plupart des banques centrales européennes ont assoupli leurs conditions monétaires. Dans ce contexte général de relative fermeté du deutschemark, certaines devises ont fait exception***

C'est particulièrement le cas du **franc belge**, qui s'est régulièrement apprécié au point de se situer désormais au-dessus de son cours pivot face au deutschemark.

D'autres devises en revanche ont été affectées significativement par le regain de fermeté du deutschemark. Ainsi la **couronne danoise** s'est traitée dès la première quinzaine du mois de février en deçà de son ancien cours plancher face au deutschemark. Le **florin néerlandais** lui-même, ainsi que la peseta et l'escudo, ont quelque peu glissé face à la devise allemande.

**Globalement, le franc français a fait preuve d'une bonne tenue**

Au début du mois de février, le **franc français** a tiré profit de la stabilisation du chômage en décembre, et d'une conjoncture continuant de donner des signes positifs. Ces bonnes dispositions se sont ensuite confirmées, après l'annonce d'une progression de 0,4 % de la production industrielle au cours du troisième trimestre de 1993. Au cours de la seconde quinzaine du mois de février, la hausse générale du deutschemark n'a affecté que modérément le franc, qui a trouvé un point d'équilibre autour de FRF 3,40 pour DEM 1 dans des marchés relativement étroffés.

La publication de données économiques favorables (hausse de 0,9 % en janvier de la consommation des ménages, excédent commercial de FRF 13,21 milliards en décembre, soit 87,3 milliards sur l'année 1993, taux d'inflation de 1,9 % en glissement annuel) a contribué à cette relative stabilité des cours.

Dans ce contexte, sur l'euromarché, l'écart de rémunération du franc s'est une nouvelle fois réduit passant, notamment à 3 mois, de 310 points de base à 250 points de base vis-à-vis du dollar, et de 44 points de base à 31 points de base vis-à-vis du deutschemark.

### COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris	31 janvier 1994	28 février 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,917	- 1,49
Écu privé	1 XEU	6,5985	- 0,33
Allemagne	100 DEM	339,57	0,09
Belgique	100 BEF	16,492	0,16
Pays-Bas	100 NLG	303,13	- 0,14
Italie	1000 ITL	3,4855	- 0,95
Danemark	100 DKK	87,52	- 0,85
Irlande	1 IEP	8,514	- 2,26
Grande-Bretagne	1 GBP	8,8725	- 2,34
Grèce	100 GRD	2,364	- 0,76
Suisse	100 CHF	404,31	0,71
Suède	100 SEK	74,69	- 2,36
Norvège	100 NOK	79,04	- 0,81
Japon	100 JPY	5,4275	2,99
Espagne	100 ESP	4,205	- 0,68
Portugal	100 PTE	3,375	- 0,89

### TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

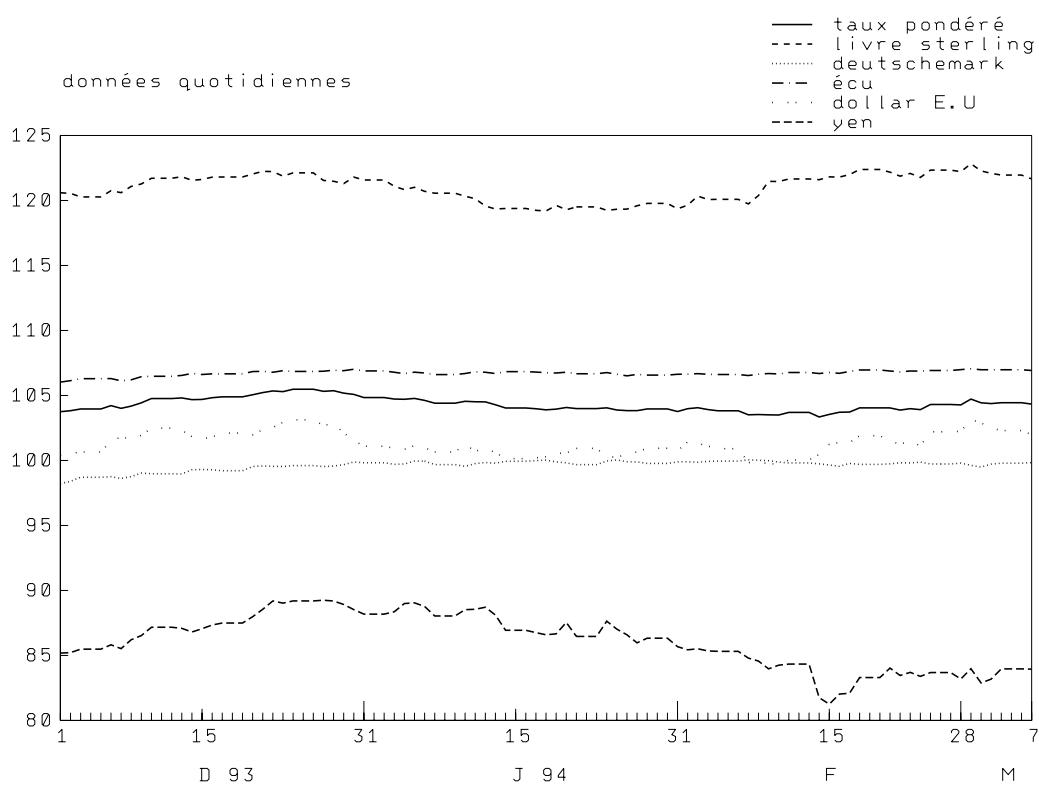
(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	31 janvier 1994	28 février 1994	31 janvier 1994	28 février 1994
Dollar	3,062	3,562	3,187	3,687
Livre sterling	5,375	5,125	5,375	5,125
Deutschemark	6,063	6,125	5,812	5,875
Franc suisse	4,187	4,187	4,00	4,125
Franc français	6,437	6,312	6,25	6,187

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

Mise à jour le 28 février 1994

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

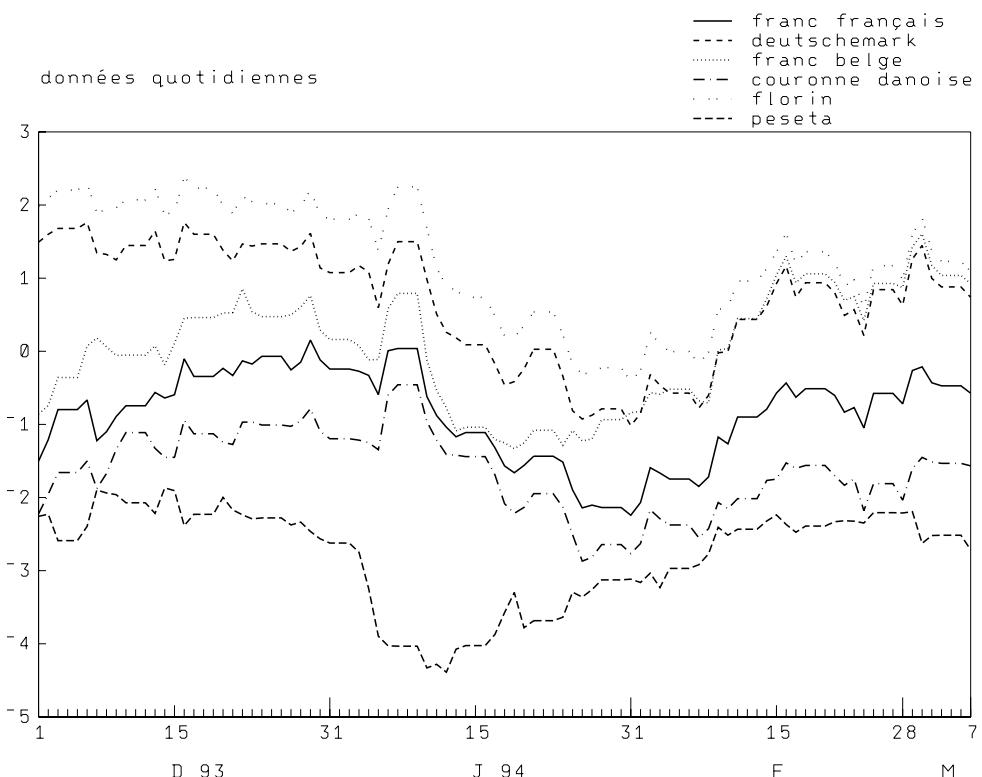


Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : + 33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 8 mars 1994

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

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

**ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE**

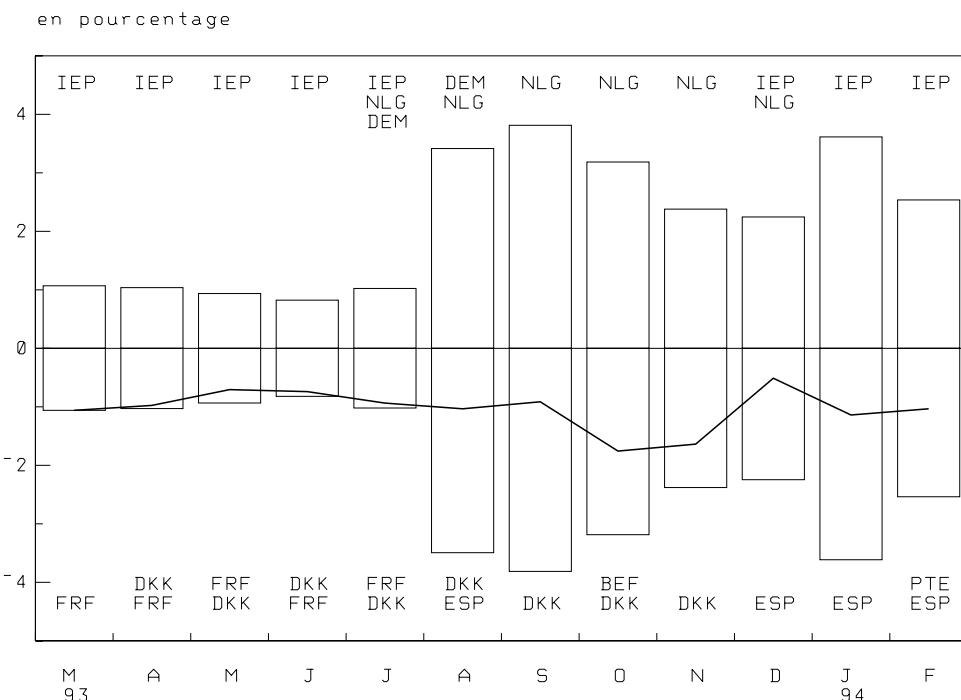
Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : + 33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 8 mars 1994

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.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir : BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FRF, franc français ; IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

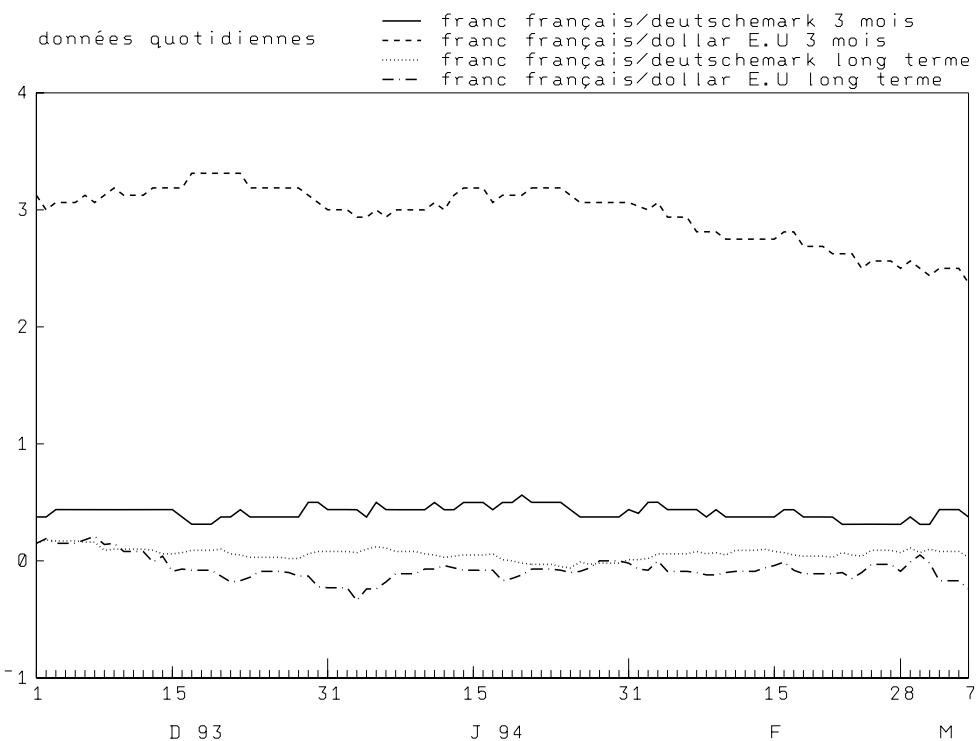
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 mars 1994

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



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 mars 1994

### 3.3. Le marché de l'or

Les **cours de l'or** ont peu varié durant la période sous revue. Légèrement orientée à la hausse en tout début de mois en liaison avec des anticipations de redémarrage des tensions inflationnistes aux États-Unis, l'once de métal fin

s'est nettement repliée au cours de la deuxième semaine de février. Le niveau de 380 dollars l'once ayant été franchi le 21 février, l'once ne s'est guère ressaisie par la suite.

<b>COURS DE L'OR</b>			
	31 janvier 1994	28 février 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	71 700	71 250	- 0,63
Lingot (le kg).....	72 200	71 750	- 0,62
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	412,00	406,00	- 1,46
Vreneli .....	417,00	410,00	- 1,68
Union latine .....	411,00	408,00	- 0,73
Souverain.....	523,00	518,00	- 0,96
20 dollars .....	134,75	126,00	- 6,49
Peso mexicain .....	2 680,00	2 630,00	- 1,87
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	377,90	381,55	0,97
Source et réalisation : Banque de France			
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31			
	Mise à jour le 28 février 1994		

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

## 4.1. La conjoncture économique

### Les indicateurs

Les indicateurs les plus récents montrent que la hausse des prix et des salaires est modérée et que l'activité se raffermit progressivement dans l'ensemble de l'économie.

Selon l'indice provisoire, établi par l'INSEE, les prix de détail ont enregistré en février une hausse de 0,2 % à 0,3 % après + 0,2 % en janvier. En glissement annuel, la hausse est de 1,7 % à 1,8 %, contre 1,9 % en janvier. Hors tabac, l'indice a progressé de 0,2 %, portant le glissement sur douze mois à 1,4 %.

Le PIB total a continué de progresser au quatrième trimestre (+ 0,2 % en volume, après + 0,4 % au troisième et + 0,2 % au deuxième).

Ce résultat a été obtenu malgré un déstockage important. La consommation des ménages s'est stabilisée, après l'accroissement enregistré au troisième trimestre (+ 0,7 %). L'investissement a exercé une contribution positive à la croissance, s'inscrivant en progrès aussi bien pour les entreprises (+ 1,1 % contre + 0,1 % le trimestre précédent) que pour les ménages (+ 0,6 % après + 0,7 %). Les exportations ont crû de 0,2 % (contre + 3,1 % le trimestre précédent), alors que les importations fléchissaient de 1,3 % (contre + 0,8 % au troisième trimestre).

Au total, compte tenu du recul subi au premier trimestre (− 0,9 %), le PIB a fléchi de 0,7 % en 1993. Pour 1994, l'acquis de croissance est de l'ordre de 0,4 %.

En janvier, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) s'est élevé à 3,3 millions, en quasi stabilité sur le mois (+ 0,1 %) mais en augmentation de 10,5 % sur un an. Le taux de chômage, au sens du BIT, est demeuré à 12,2 %, taux (révisé) auquel il était en décembre.

Les dernières enquêtes confirment, dans l'ensemble, l'amélioration du climat des affaires. Ainsi, l'enquête mensuelle de l'INSEE, menée en février, fait état, sur les trois mois de novembre, décembre et janvier, d'un redressement de la production industrielle, d'une amélioration des carnets de commandes, notamment étrangers, et d'un allégement des stocks. L'enquête de la Banque de France confirme cette amélioration pour le mois de février.

## Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France

### LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 mars 1994

En février, l'opinion des chefs d'entreprise interrogés par la Banque confirme la tendance à la reprise observée depuis novembre 1993. Pour le quatrième mois consécutif, la **production industrielle** est bien orientée. Tous les secteurs enregistrent désormais des progrès : en février, l'amélioration a été nette dans l'automobile et les matériels de transport terrestre, les biens intermédiaires, les industries agricoles et alimentaires, et plus modeste dans les biens d'équipement professionnels. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est de nouveau amélioré.

### LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 mars 1994

La **demande globale** reste soutenue. Le raffermissement de la demande intérieure se poursuit tandis que la demande extérieure est toujours tirée par le développement des marchés à la grande exportation (Asie du Sud-Est, Moyen-Orient, États-Unis) et les progrès des ventes au Royaume-Uni et, dans certains cas, en Espagne et en Italie.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 mars 1994

Même si les ordres sont toujours courts et fractionnés, l'appréciation portée sur les **carnets de commandes** prend un tour plus favorable, notamment dans les biens intermédiaires. Les **stocks** restent très proches de la normale.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 mars 1994

La concurrence toujours très intense provoque un effritement des **prix des produits finis**, surtout dans les biens d'équipement professionnels et l'automobile, qui pèse sur les marges, d'autant que les cours des matières premières se sont relevés.

La plupart des responsables d'entreprise consultés estiment qu'au cours des prochains mois l'activité devrait continuer de progresser.

Les programmes d'**investissement** importants sont toujours rares. Les projets retenus visent très généralement à accroître la productivité et à renouveler les équipements.

### LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 mars 1994

L'**activité commerciale**, qui avait progressé en janvier, s'est repliée en février. Toutefois, le volume des affaires du bimestre a été supérieur à celui des deux derniers mois de 1993.

Les **effectifs** ont fléchi dans le bâtiment et l'industrie, mais suivant un rythme qui tend à se modérer : ils sont restés stables dans les commerces et services marchands. Si certaines entreprises envisagent toujours des mesures de restructuration, d'autres s'efforcent de garder leur personnel à caractère permanent en augmentant la flexibilité des conditions de travail.

## 4.2. La balance des paiements en décembre 1993

Avertissement sur les conséquences de la mise en place du marché unique européen à compter de janvier 1993

La suppression des frontières douanières entre les pays de l'Union européenne a entraîné une simplification des principes de déclaration des échanges de marchandises entre partenaires. En conséquence, à l'instar de tous les pays de l'Union concernés par l'instauration du système « Intrastat », l'évolution de l'ensemble des modalités d'élaboration des statistiques du commerce extérieur de marchandises influence l'enregistrement des importations et des exportations en balance des paiements.

Avec « Intrastat », certaines informations d'origine douanière sont, en effet, mieux définies, tandis que d'autres ne sont plus disponibles. Pour tenir compte de la disparition de ces informations, permettant en particulier de calculer les termes contractuels de paiement, et pour conforter la qualité des chiffres publiés, une enquête directe auprès des entreprises concernant les avances à la commande et les crédits commerciaux a été mise en place.

Par ailleurs, le « passage » des chiffres douaniers au commerce en balance des paiements utilise désormais, pour recenser les opérations sans paiement, les déclarations douanières relatives à la nature de la transaction.

Ainsi, plusieurs lignes de la balance des paiements — exportations-importations (opérations sans paiement sans transfert de propriété), transferts unilatéraux (opérations sans paiement avec transfert de propriété), autres biens et services, crédits commerciaux et avances à la commande, autres crédits à court terme — sont affectées par les évolutions en cours.

### 4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur en décembre 1993

#### *Évolution globale* (données douanières FAB-FAB)

L'année 1993 s'achève par un excédent record du commerce extérieur. Le solde atteint ainsi, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), + 13,2 milliards de francs après + 6,6 milliards de francs en novembre. Cette évolution s'explique par une croissance de près de 3,8 % des exportations d'un mois à l'autre, tandis que les importations se replient de 3,1 %. En données FAB-FAB brutes, l'excédent du mois de décembre atteint 12,9 milliards de francs contre 7,2 milliards de francs le mois précédent.

En définitive, l'excédent commercial pour l'année 1993 frôle les 90 milliards de francs, soit une progression de 58,6 milliards de francs par rapport à l'année précédente (+ 89,6 milliards de francs au lieu de + 31 milliards de francs). Ce résultat particulièrement favorable est toutefois intervenu dans un contexte récessif où les échanges se sont notablement contractés. Les importations ont ainsi diminué de 10,4 % et les exportations de 5,4 % d'une année à l'autre, le taux de couverture en valeur passant de 102,5 % à 108,2 %.

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

L'analyse des échanges par produits, d'un mois à l'autre, montre que seul le solde des échanges *agro-alimentaires* s'est affaibli, les échanges de *produits industriels* apportant la contribution la plus substantielle au gonflement de l'excédent.

L'excédent au titre de l'*agro-alimentaire* revient en effet à 4,9 milliards de francs après 5,3 milliards de francs en novembre. Mais l'évolution du solde annuel reste favorable, passant de + 53,2 milliards de francs en 1992 à + 56,5 milliards de francs en 1993 sous l'effet d'une diminution plus forte des importations que des exportations (respectivement – 6,1 % et – 2,8 %).

Le déficit enregistré sur les échanges de *produits énergétiques* se réduit sensiblement (4,4 milliards de francs contre 5,6 milliards de francs) en raison d'une forte diminution des importations (– 12,5 %), les prix du pétrole brut importé ayant notablement diminué d'un mois à l'autre. Le ralentissement de l'activité industrielle, combiné à la baisse des prix du pétrole brut, a permis un allégement de plus de 10 milliards de francs de la facture énergétique par rapport à l'année précédente (69,3 milliards de francs en 1993 au lieu de 79,5 milliards de francs en 1992).

Le *solde industriel* s'améliore de 6 milliards de francs de novembre à décembre (+ 8,5 milliards de francs au lieu de + 2,5 milliards de francs). Deux postes sont principalement à l'origine de cette évolution. Tout d'abord, les échanges de *biens d'équipement professionnels* dont l'excédent passe de 2,7 milliards de francs à 5,5 milliards de francs, les exportations, en augmentation de 8,6 % par rapport au mois de novembre, étant soutenues par une nette augmentation des ventes d'Airbus (14 appareils pour 5,3 milliards de francs au lieu de 9 pour 3,3 milliards de francs). Par ailleurs, le solde des échanges de *biens intermédiaires* se retourne (+ 1 milliard de francs contre – 0,2 milliard de francs) sous l'effet d'une forte croissance des exportations de produits métalliques (+ 11,9 %).

Pour l'année 1993, l'évolution du solde des échanges de *produits industriels* (+ 51,6 milliards de francs au lieu de + 4,3 milliards de francs) explique l'essentiel de la progression de l'excédent commercial. Le solde au titre de l'*industrie civile* passe d'un déficit de 12,1 milliards de francs à un excédent de 41 milliards de francs (le redressement du solde industriel atteignant 90 milliards de francs sur deux ans). Ce résultat notable n'est que faiblement atténué par l'évolution, moins favorable par rapport à 1992, du solde des échanges de *matériel militaire*, affectés par le fléchissement des exportations (10,6 milliards de francs au lieu de 16,4 milliards de francs).

Le fort déficit sur *biens intermédiaires* enregistré en 1992 (24,3 milliards de francs) fait place à un solde positif en 1993 (2,7 milliards de francs). La baisse très sensible des importations (– 11,4 %) sur la principale catégorie d'échanges en biens intermédiaires, les demi-produits non métalliques, alors que les exportations ne flétrissent que légèrement, explique l'essentiel de cette évolution. L'excédent au titre des *biens d'équipement professionnels* double d'une année à l'autre (33,4 milliards de francs au lieu de 16,1 milliards de francs), les importations se contractant de 11,3 % en relation avec la chute de l'investissement, et les exportations de 5,3 %. Dans ce domaine les ventes d'Airbus ont peu joué, apparaissant stables les trois dernières années (environ 40 milliards de francs chaque année). La diminution des importations de biens destinés aux ménages apparaît proportionnellement moins importante que celle des échanges destinés aux entreprises. Le déficit enregistré sur les *biens de consommation* se contracte nettement (13,8 milliards de francs au lieu de 26,8 milliards de francs). Par ailleurs, les excédents sur l'*automobile* se replient d'une année à l'autre : 3,4 milliards de francs en 1993 contre 5 milliards de francs en 1992.

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

Selon la répartition géographique des échanges, l'excédent avec l'*Union européenne* augmente quelque peu (4,5 milliards de francs contre 4,2 milliards de francs). Plus favorables avec l'*Allemagne* (+ 0,8 milliard de francs au lieu de + 0,2 milliard de francs) et les *Pays-Bas* (+ 0,5 milliard de francs au lieu de - 0,1 milliard de francs), le solde des échanges se dégrade quelque peu avec la plupart des autres pays, et notamment l'*Italie* (- 0,5 milliard de francs au lieu de - 0,1 milliard de francs).

En résultats annuels, l'excédent vis-à-vis de l'*Union européenne* double d'une année à l'autre (32,8 milliards de francs au lieu de 16,7 milliards de francs). Pour l'essentiel, le déficit structurel avec l'*Allemagne* (20,4 milliards de francs en 1992) fait place à un léger excédent (2,1 milliards de francs) en raison d'une chute de 15,3 % des importations (les exportations diminuant de 6,3 %). À l'inverse, les exportations ont été plus affectées que les importations vers certains des pays dont la devise s'est dépréciée vis-à-vis du franc. Ainsi, l'excédent avec l'*Espagne* revient à 15,3 milliards de francs au lieu de 19,6 milliards de francs en 1992 et le déficit avec l'*Italie* se creuse légèrement (2,6 milliards de francs contre 0,4 milliard de francs).

Les échanges avec les *autres pays de l'OCDE* reviennent à l'équilibre en décembre (- 0,2 milliard de francs au lieu de - 3,4 milliards de francs). Le déficit avec les *États-Unis* reste contenu en deçà de 0,5 milliard de francs. Les exportations vers le *Japon* ont enregistré une progression notable, ramenant le déficit de 2,5 milliards de francs à 1,4 milliard de francs.

Les exportations vers les pays de l'*OCDE non membres de l'Union européenne*, à l'inverse des évolutions observées avec l'*Union européenne*, ont cependant progressé d'une année à l'autre (+ 2,9 %), les importations se contractant de 8,8 % dans le même temps. Ainsi, le déficit avec les *États-Unis* atteint 15,7 milliards de francs après 26,5 milliards de francs en 1992. Celui avec le *Japon* s'allège de quelque 6 milliards de francs, revenant à 23,7 milliards de francs.

Hors OCDE, les excédents vis-à-vis du *Moyen-Orient* (1,2 milliard de francs en décembre au lieu de 0,5 milliard de francs le mois précédent) et de l'*Afrique* (1,7 milliard de francs contre 0,6 milliard de francs) se sont accentués. Sur l'année, les échanges sont restés très soutenus avec les *pays d'Asie en développement rapide* avec une forte augmentation des exportations (+ 12,9 %) : déficit de 8,6 milliards de francs au lieu de 13,4 milliards de francs. L'excédent avec le « reste du monde » s'accroît de plus de 12 milliards de francs en 1993, atteignant 19,7 milliards de francs.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE (données brutes – en millions de francs)								
	Année 1992	Juillet 1993 (a)	Août 1993 (a)	Septembre 1993 (a)	Octobre 1993 (b)	Novembre 1993 (b)	Décembre 1993 (b)	Année 1993 (b)
<i>Transactions courantes</i>								
<i>Transferts en capital</i>	20 481	11 222	6 793	10 024	7 896	-179	16 143	59 466
<i>Capitaux à long terme</i>	2 123	-27	-35	-71	-3	-1	-168	-569
<b>BALANCE DE BASE</b>	<b>117 900</b>	<b>-3 281</b>	<b>11 186</b>	<b>-11 802</b>	<b>3 797</b>	<b>21 021</b>	<b>-17 262</b>	<b>-19 988</b>
	<b>140 504</b>	<b>7 914</b>	<b>17 944</b>	<b>-1 849</b>	<b>11 690</b>	<b>20 841</b>	<b>-1 287</b>	<b>38 909</b>
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire</i>	-21 165	-49 263	30 709	-3 116	44 281	7 614	67 818	165 996
<i>Erreurs et omissions</i>	11 039	12 806	-36 928	30 724	-12 474	-8 264	-11 217	24 471
<b>MOUVEMENTS DE CAPITAUX À COURT TERME ET AJUSTEMENTS</b>	<b>-10 126</b>	<b>-36 457</b>	<b>-6 219</b>	<b>27 608</b>	<b>31 807</b>	<b>-650</b>	<b>56 601</b>	<b>190 467</b>
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiels</i>	-130 378	28 543	-11 725	-25 759	-43 497	-20 191	-55 314	-229 376
- Secteur bancaire	-240 275	-114 027	-140 847	24 515	-18 717	23 433	-62 598	-258 151
- Secteur officiel	109 897	142 570	129 122	-50 274	-24 780	-43 624	7 284	28 775
(a) Chiffres semi-définitifs								
(b) Chiffres provisoires								
Source								
et réalisation : Banque de France								
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél : +33 (1) 42 92 51 89								Mise à jour le 3 mars 1994

## 4.2.2. Les transactions courantes

(cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »)

Selon les données brutes provisoires, le solde des transactions courantes au mois de décembre a présenté un excédent de 16,1 milliards de francs traduisant une amélioration spectaculaire par rapport au mois précédent (-0,2 milliard de francs). L'excédent sur l'année atteint ainsi 59,5 milliards de francs au lieu de 20,5 milliards en 1992.

Les données corrigées des variations saisonnières (cvs) conduisent à des résultats très voisins, l'excédent des transactions courantes atteignant 15,7 milliards de francs en décembre contre 0,1 milliard de francs en novembre. Cette forte amélioration s'explique par le retour à un quasi-équilibre des revenus de facteurs et par la progression de l'excédent commercial.

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>				
<b>Soldes des transactions courantes</b>				
	(données brutes – en millions de francs)			
	Novembre 1993 (a)	Décembre 1993 (a)	Cumul 12 mois 1992	Cumul 12 mois 1993 (a)
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>-179</b>	<b>16 143</b>	<b>20 481</b>	<b>59 466</b>
<i>Marchandises</i>				
– Exportations et importations	4 816	10 484	15 283	53 238
– Négoce international	2 731	8 774	9 407	40 040
	2 085	1 710	5 876	13 198
<i>Services</i>				
– Transports	4 716	4 605	60 460	60 753
– Services techniques	-595	-768	-8 458	-6 290
– Voyages	1 346	2 535	20 237	21 070
– Autres services	3 310	4 540	59 702	60 034
	655	-1 702	-11 021	-14 061
<i>Revenus de facteurs</i>	-9 344	2 595	-48 277	-50 488
<i>Autres biens et services</i>	2 344	2 837	40 128	30 264
<i>Transferts unilatéraux</i>	-2 711	-4 378	-47 113	-34 301
– dont Transferts du secteur officiel	-2 498	-4 294	-30 106	-30 467
<b>TRANSFERTS EN CAPITAL</b>	<b>-1</b>	<b>-168</b>	<b>2 123</b>	<b>-569</b>
(données brutes – en millions de francs)				
	Novembre 1993 (a)	Décembre 1993 (a)	Cumul 12 mois 1992	Cumul 12 mois 1993 (a)
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>102</b>	<b>15 685</b>	<b>19 851</b>	<b>59 084</b>
<i>Exportations et importations</i>	2 634	9 140	8 984	39 511
<i>Services</i>				
– Transports	6 200	3 582	60 422	60 520
– Voyages	-837	-668	-8 453	-6 327
	5 462	4 774	59 829	59 054
<i>Revenus de facteurs</i>	-12 253	-237	-49 852	-52 678
<i>Autres biens et services</i>	2 281	2 943	40 071	30 296
(a) Chiffres provisoires				
Source				
et réalisation : Banque de France				
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél : +33 (1) 42 92 51 89				Mise à jour le 3 mars 1994

**Graphiques non disponibles**

### **Les exportations et importations en balance des paiements**

En données cvs, l'excédent des exportations sur les importations<sup>1</sup> ressort à 9,1 milliards de francs en décembre au lieu de 2,6 milliards de francs en novembre.

En données brutes, l'excédent du mois de décembre atteint 8,8 milliards de francs contre 2,7 milliards de francs le mois précédent. Le solde de 1993 ressort à + 40 milliards de francs et celui de 1992 à + 9,4 milliards de francs.

### **Le négoce international** (données brutes)

Les opérations de *négoce international* demeurent très excédentaires en décembre bien que le solde s'inscrive en léger repli par rapport au mois précédent (+ 1,7 milliard de francs au lieu de + 2,1 milliards de francs). Ces bons résultats conduisent à un excédent annuel en 1993 en très net progrès par rapport à l'année précédente (13,2 milliards de francs au lieu de 5,9 milliards de francs). L'amélioration du solde s'explique par l'évolution des opérations de négoce stricto sensu, notamment sur produits pétroliers, dont le résultat s'établit à + 9,2 milliards de francs au lieu de + 2,3 milliards en 1992.

### **Les services**

L'excédent des services, en données cvs, se replie à 3,6 milliards de francs au lieu de 6,2 milliards de francs en novembre. On notera le poids dans cette évolution des *voyages* dont le solde passe de + 5,5 milliards de francs en novembre à + 4,8 milliards de francs en décembre, du déficit relativement élevé au titre des *services d'assurance* (0,9 milliard de francs au lieu de 0,5 milliard de francs) et surtout des *services divers* (sans saisonnalité) qui enregistrent un léger déficit en décembre (- 0,1 milliard de francs) au lieu de + 1 milliard de francs le mois précédent.

En revanche, l'excédent annuel des services reste stable : 60,8 milliards de francs pour l'année 1993 après 60,5 milliards de francs en 1992. Quelques compensations s'opèrent néanmoins dans l'évolution des résultats des différentes catégories de services. Parmi les évolutions notables, on notera que le solde des *transports autres que maritimes* se retourne, devenant excédentaire à hauteur de 0,8 milliard de francs au lieu d'un déficit de 1,4 milliard de francs en 1992. À l'inverse, le déficit des *services divers* se creuse, passant de 3,9 milliards de francs à 6,4 milliards de francs. Enfin, le résultat annuel des *voyages* reste pratiquement inchangé (+ 60 milliards de francs au lieu de + 59,7 milliards de francs) après que le solde eut triplé de 1987 à 1992.

### **Les revenus de facteurs**

Le déficit, très lourd en novembre, des *revenus de facteurs*, en données cvs, (12,3 milliards de francs) fait place à un quasi équilibre au mois de décembre (- 0,2 milliard de francs). Le solde des *intérêts et autres revenus du capital* (- 0,4 milliard de francs après - 10,3 milliards de francs) explique ce progrès sensible intervenu sous l'effet de l'allégement de la charge d'intérêts sur titres publics et, dans une moindre mesure, de l'amélioration du solde net des coupons et dividendes du secteur privé.

Sur l'année, le solde des *revenus de facteurs* se creuse faiblement, le déficit de 48,3 milliards de francs en 1992 passant à 50,5 milliards de francs en 1993. Pour l'essentiel, la croissance des coupons payés sur titres publics, de moindres revenus nets au titre des intérêts réglés lors des négociations d'obligations sur le marché secondaire, et la diminution de l'excédent d'intérêts du secteur officiel, ont été compensés par l'amélioration sensible du revenu des prêts des établissements bancaires à leurs correspondants étrangers. Le solde des *intérêts et autres revenus du capital* atteint ainsi - 44,9 milliards de francs en 1993 au lieu de - 41 milliards de francs en 1992. Le poste *salaires et autres revenus du travail* s'améliore pour sa part de 1 milliard de francs (- 1,9 milliard au lieu de - 2,9 milliards).

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

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

Ce poste qui découle de l'analyse du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, enregistre une légère progression au mois de décembre par rapport à novembre : + 2,8 milliards de francs au lieu de + 2,3 milliards de francs. L'excédent en 1993 ressort à 30,3 milliards de francs au lieu de 40,1 milliards de francs pour l'année précédente.

### **Les transferts unilatéraux**

Le solde des opérations unilatérales se dégrade de 1,7 milliard de francs d'un mois à l'autre, passant de - 2,7 milliards de francs à - 4,4 milliards de francs (données brutes). Les opérations du secteur officiel sont pour l'essentiel à l'origine de cette évolution (- 4,3 milliards de francs contre - 2,5 milliards au mois de novembre), notamment en raison de moindres versements du Fonds européen de garantie et d'orientation agricole (FEOGA) et des autres fonds spécialisés, Fonds social et Fonds régional.

En résultats annuels, le déficit des *transferts officiels* reste stable autour de 30 milliards de francs. En revanche, le solde des *opérations diverses du secteur privé* se retourne, devenant nettement excédentaire (4,8 milliards de francs au lieu d'un déficit de 7,6 milliards de francs en 1992). Cette évolution a essentiellement une origine statistique. Les opérations sans transfert de propriété, dont la contre-valeur figure en transferts unilatéraux, sont en effet mieux appréhendées depuis la mise en place au 1<sup>er</sup> janvier 1993 du système de recensement des échanges internes à l'Union européenne Intrastat.

### **4.2.3. Les transferts en capital**

Les opérations constituées d'abandons ou de moins values sur cessions de créances se traduisent par des sorties nettes de 0,4 milliard de francs en 1993 au lieu d'entrées nettes de 2,1 milliards de francs l'année précédente.

### **4.2.4. Les mouvements de capitaux**

Après les entrées nettes de 8,4 milliards de francs du mois précédent, les mouvements de capitaux se sont inversés en décembre, enregistrant des sorties nettes de 4,8 milliards de francs.

#### **Les capitaux à long terme**

Au mois de décembre les capitaux à long terme ont dégagé des sorties nettes de 17,3 milliards de francs, contrairement au mois précédent où l'on enregistrait des entrées nettes de 21 milliards de francs.

Les opérations de prêts à long terme ont donné lieu à des sorties de 6,6 milliards de francs, le solde étant déficitaire pour le secteur privé non bancaire (- 3 milliards de francs), le secteur bancaire (- 2,6 milliards) et le secteur officiel (- 0,9 milliard).

Après les entrées nettes de 10,2 milliards de francs en novembre, les investissements de portefeuille ont enregistré un solde négatif en décembre de 16,6 milliards de francs. Ce résultat s'explique par l'important mouvement d'achat des résidents sur les titres étrangers à hauteur de 24,9 milliards de francs. Il s'explique également par l'attrait moins important des titres français auprès des non-résidents (7,9 milliards de francs contre 16,2 milliards en novembre).

La croissance des investissements étrangers en France (8,9 milliards de francs), nettement plus importante qu'en novembre (1,1 milliard), ainsi que celle des investissements français à l'étranger (9,4 milliards de francs, contre 4 milliards en novembre) ont contribué à une moindre dégradation du solde des investissements directs (- 0,6 milliard de francs, contre - 2,9 milliards en novembre).

***Les capitaux à court terme***

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 12,5 milliards de francs après des sorties en novembre de 12,6 milliards. Les flux du secteur privé non bancaire se sont fortement accrus par rapport au mois précédent, passant de 7,6 milliards de francs à 67,8 milliards, en raison de forts rapatriements de trésorerie à l'étranger, notamment de la part des OPCVM.

Par contre, le solde du secteur bancaire, après avoir été positif en novembre (23,4 milliards de francs), enregistrerait des sorties de 62,6 milliards en décembre.

Les opérations des non-résidents sur le franc se seraient nettement dégradées passant d'entrées nettes de 43,9 milliards de francs à des sorties de 15,8 milliards.

Les opérations en devises des résidents seraient, pour leur part, à l'origine de sorties de 22 milliards de francs (contre des entrées de 10,1 milliards en novembre). Cette évolution s'explique par le remboursement d'emprunts en devises (- 14,7 milliards de francs, contre 0) et l'inversion des opérations à terme (- 10,7 milliards de francs, contre 7 milliards).

Les avoirs à court terme du secteur officiel ont diminué en décembre de 7,3 milliards de francs.

## 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

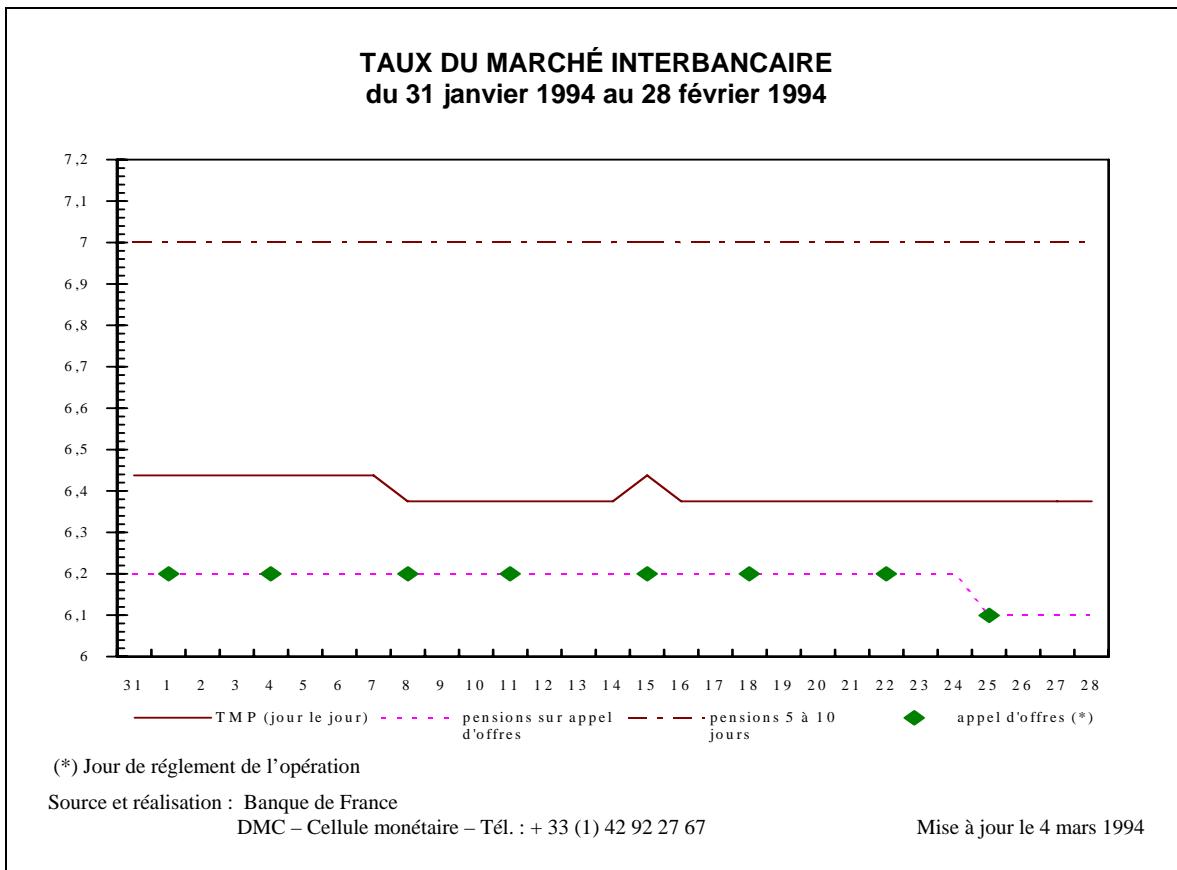
### 5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois de février, les marchés de taux d'intérêt ont conservé une orientation favorable sur les échéances les plus courtes. En revanche, ils ont enregistré, sur celles supérieures à 3 mois, un mouvement de correction croissant avec les durées.

La Banque de France a mis à profit le mouvement général de baisse des taux directeurs en Europe et la stabilité du franc sur les marchés de change pour ramener de 6,20 % à 6,10 % le taux des appels d'offres. Dans ce contexte, sur l'ensemble du mois, les taux à très court terme ont baissé de 5 à 12 centimes jusqu'à l'échéance de trois mois, le loyer de l'argent au jour le jour s'étant replié pour sa part de 1/16 de point le 7.

Sur le marché obligataire, le rendement moyen des emprunts du gisement s'est accru de 44 centimes à 6,11 % le 28 février, contre 5,67 % un mois plus tôt. Cette évolution, générale à l'ensemble des grands marchés financiers, a été provoquée par un début de durcissement de la politique monétaire aux États-Unis et par des anticipations d'un ralentissement voire d'un arrêt du mouvement de baisse des taux courts en Europe.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour a enregistré un repli de 1/16 de point le 7 février et est ensuite demeuré stable à 6 3/8 % jusqu'à la fin du mois. Le taux moyen mensuel s'est établi à 6,39 %, contre 6,50 % le mois précédent.

À l'issue de sa séance du 24 février, le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France a annoncé une baisse de 0,10 point, à 6,10 %, du taux des pensions sur appel d'offres, le taux des pensions de 5 à 10 jours demeurant inchangé à 7 % (cf. communiqué infra).

Après le recul très marqué observé en janvier, le volume des concours de la Banque de France est légèrement remonté, passant de 171,3 milliards de francs le 31 janvier à 180,7 milliards de francs le 28 février. La liquidité bancaire a été restreinte par l'augmentation du solde du compte du Trésor public liée au règlement de l'opération de privatisation d'Elf Aquitaine le 22 février, mais ce mouvement a été en grande partie compensé par la poursuite de reconstitution des réserves en devises.

Les avoirs constitués sur la période 16 janvier – 15 février au titre des réserves obligatoires ont atteint 19,5 milliards de francs (dont 12,6 milliards sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 18,7 milliards de francs.

**Communiqué de la Banque de France le 24 février 1994**

« À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire de ce jour, la Banque de France a décidé de ramener de 6,20 à 6,10 % le taux de ses appels d'offres.

Cette mesure s'inscrit dans le cadre de la politique de stabilité interne et externe du franc pour 1994 et à moyen terme définie par le Conseil de la politique monétaire le 27 janvier dernier ».

<b>ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)</b>			
	(en milliards de francs)		
	Janvier 1994	Février 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-241,9	-238,3	3,6
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,3	-6,8	0,5
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	51,7	69,8	18,1
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	-19,9	6,2	26,1
DIVERS .....	-3,5	-2,7	0,8
<b>TOTAL</b> .....	<b>-221,0</b>	<b>-171,8</b>	<b>49,2</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	190,2	141,0	-49,2
– Autres pensions .....	11,5	7,5	-4,0
– Bons du Trésor achetés ferme .....	23,0	23,7	0,7
– Opérations d'escompte net .....	1,1	1,1	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-4,8	-1,4	3,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>221,0</b>	<b>171,8</b>	<b>-49,2</b>

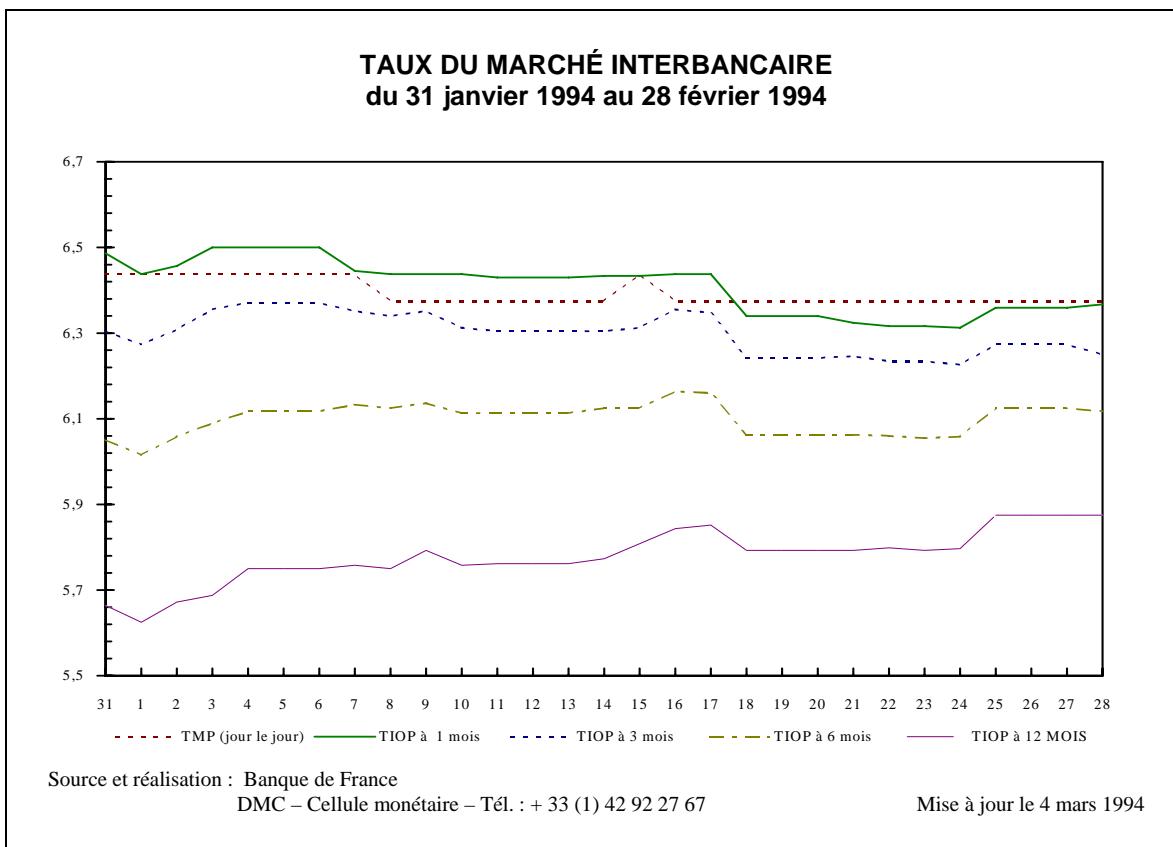
(a) Les facteurs précédés du signe – agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.  
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets, que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour 7 mars 1994

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



Les taux de terme interbancaire ont enregistré au mois de février des fluctuations de faible ampleur sur les durées jusqu'à 6 mois, et se sont sensiblement dégradés sur les échéances les plus longues.

La tendance s'est détériorée au cours de la première semaine, les opérateurs craignant un ralentissement dans le rythme de baisse des taux courts en Europe, du fait de l'évolution de la masse monétaire allemande et à la suite de l'annonce le 4 du relèvement de l'objectif de taux des fonds fédéraux (de 3 % à 3 1/4 %) suivi par le Système de réserve fédérale américaine. Les taux ont ainsi monté entre le 1<sup>er</sup> et le 4 février de 6 centimes sur l'échéance à 1 mois à 12 centimes sur l'année.

Le repli de 1/16 de point du taux de l'argent au jour le jour, à 6 3/8 %, lundi 7 février, a entraîné une légère détente sur les durées les plus courtes, tandis que les autres échéances au-delà de trois mois continuaient de progresser, à l'instar des taux obligataires.

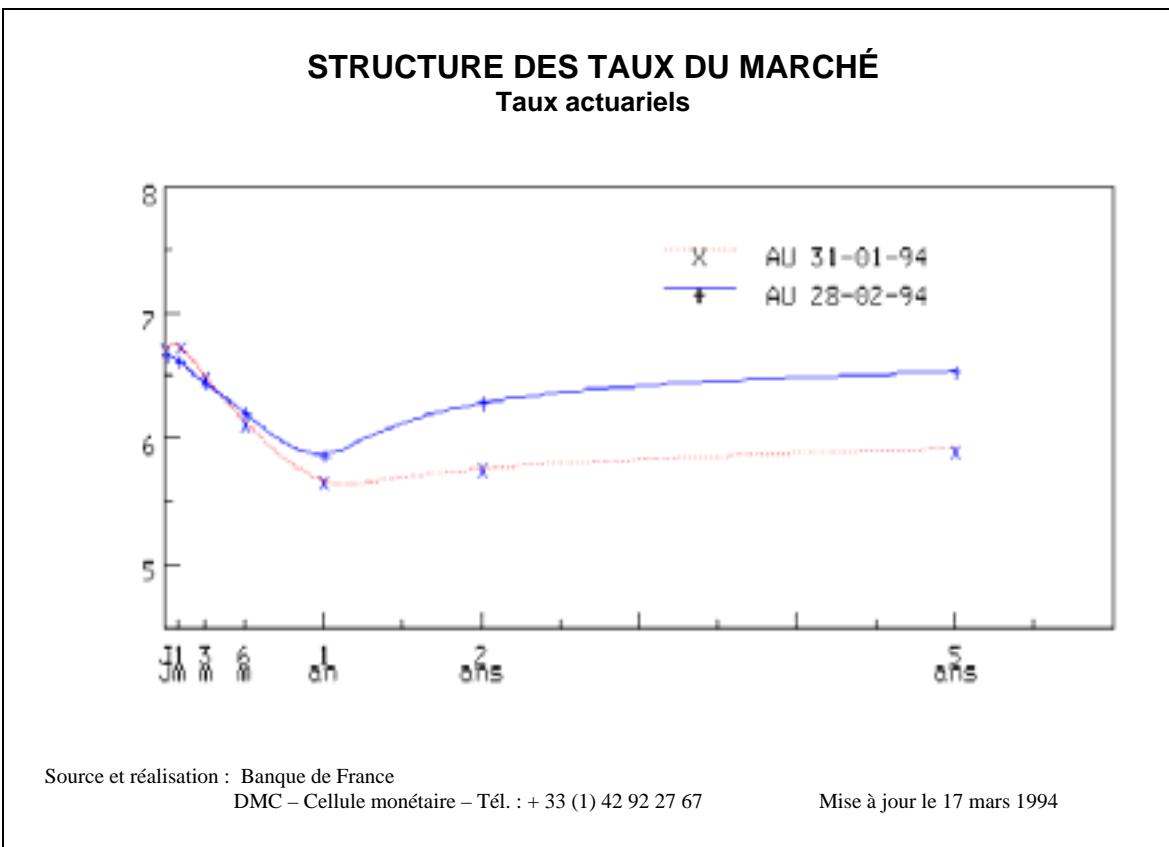
À partir du 14 février, ils se sont à nouveau légèrement tendus, les opérateurs n'attendant plus d'assouplissement des politiques monétaires. Puis une vive détente est intervenue le 18 (- 0,10 point sur les durées d'un mois à six mois, et - 0,06 point sur la durée d'un an), à l'annonce de la baisse d'1/2 point du taux d'escompte allemand le 17 (de 5 3/4 % à 5 1/4 %), et des baisses de taux directeurs dans plusieurs autres pays d'Europe (Belgique, Pays-Bas, Danemark, Italie, Autriche, Suède).

La tendance a continué d'être bien orientée dans les jours suivants sous l'effet d'anticipations d'une réduction des taux directeurs français (après la baisse de 0,10 point du taux des appels d'offres, inférieure à celle attendue par le marché). Les taux ont toutefois enregistré, le 25, une correction de 4 à 7 centimes suivant les durées, à l'annonce de la baisse de 0,10 point du taux des appels d'offres, inférieure à celle attendue par le marché.

Au total, d'une fin de mois à l'autre, les rendements sont en repli sur les échéances les plus courtes, et en hausse, de façon croissante, sur les autres échéances.

<b>ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES</b>			
	<i>(en pourcentage)</i>		
	28 février 1994	31 janvier 1994	Variation
TIOP à 1 mois.....	6,37	6,49	-0,12
TIOP à 3 mois.....	6,25	6,30	-0,05
TIOP à 6 mois.....	6,12	6,05	0,07
TIOP à 1 an.....	5,88	5,66	0,22
Taux à 2 ans.....	6,30	5,76	0,54
Taux à 5 ans.....	6,45	5,94	0,51

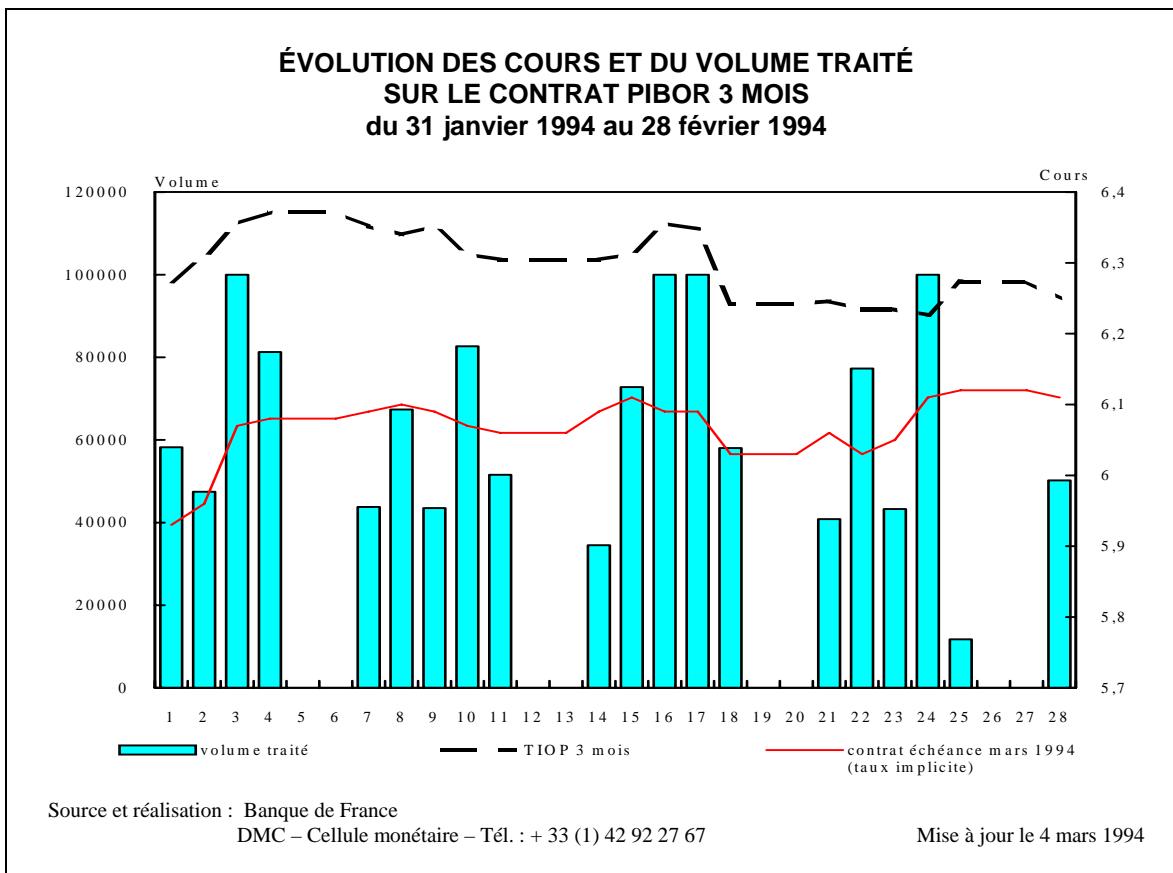
La courbe des rendements à fin février fait apparaître, par rapport à fin janvier, une atténuation de l'inversion jusqu'à 1 an et une « repentification » au-delà.



Sur le Matif, le cours du contrat Pibor trois mois (échéance mars) a évolué parallèlement au taux à court terme sur le marché au comptant : après s'être sensiblement replié en début de mois (à 93,93 le 3 février, contre 94,09 le 31 janvier), il est resté relativement stable jusqu'au 17, puis s'est ensuite redressé à près de 93,97 à l'annonce de la baisse du taux d'escompte en Allemagne, avant de se replier à nouveau à partir du 24 pour clôturer à 93,89 le 28. D'une fin de mois à l'autre, l'écart entre le taux implicite du contrat à terme de fin mars et le taux au comptant est revenu de - 0,39 point le 31 janvier à

– 0,14 point le 28 février, ce mouvement apparaissant principalement lié aux rapprochements de la date d'échéance du contrat, qui implique la convergence de ce dernier avec les taux du marché au comptant.

De son côté, l'écart entre le cours du contrat Pibor trois mois sur l'échéance mars et celui du contrat Eurodeutschemark trois mois traité sur le Liffe s'est très légèrement réduit, revenant de 0,34 point le 31 janvier en faveur du contrat Eurodeutschemark à 0,31 point le 28 février.



### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois de février, le Trésor a procédé à l'émission de 54,6 milliards de bons à taux fixes (29,2 milliards de BTF et 25,4 milliards de BTAN). L'encours total des bons en circulation est passé de 791,7 milliards de francs le 31 janvier à 808,2 milliards le 28 février, auxquels il convient d'ajouter 2,9 milliards de bons en écus, contre 2,4 milliards précédemment.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuairel annuel moyen	Taux inter-bancaire (f)
					(d)				
7 févr. 94	BTF	13 sem.	23 400	4 006	0	6,02	6,04	6,26	6,60
7 févr. 94	BTF	26 sem.	12 600	3 004	0	5,82	5,85	6,01	6,32
14 févr. 94	BTF	13 sem.	25 440	4 004	0	6,01	6,03	6,26	6,55
14 févr. 94	BTF	42 sem.	10 850	3 007	0	5,56	5,58	5,68	6,13
17 févr. 94	BTAN 9%	2 ans.	24 378	9 647	1 542	98,16	98,14	5,42	5,98
17 févr. 94	BTAN 9%	5 ans.	37 473	12 266	1 976	96,74	96,72	5,51	6,07
21 févr. 94	BTF	13 sem.	33 260	4 423	440	5,94	5,95	6,17	6,49
21 févr. 94	BTF	29 sem.	13 710	3 123	119	5,66	5,68	5,82	6,24
28 févr. 94	BTF	13 sem.	35 017	4 005	37	5,89	5,90	6,12	6,49
28 févr. 94	BTF	28 sem.	11 808	3 009	28	5,73	5,76	5,91	6,30

(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 pour des opérations de durée équivalente

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

Mise à jour le 4 mars 1994

Sur les BTF, les taux à l'émission ont enregistré une très légère détente (0,14 point sur l'échéance à trois mois et 0,10 point sur celle à six mois entre le 7 et le 28 février).

En ce qui concerne les BTAN émis le 17 février, on note une hausse de 0,55 point sur la tranche à deux ans et de 0,50 point sur celle à cinq ans, par rapport à l'adjudication du 20 janvier.

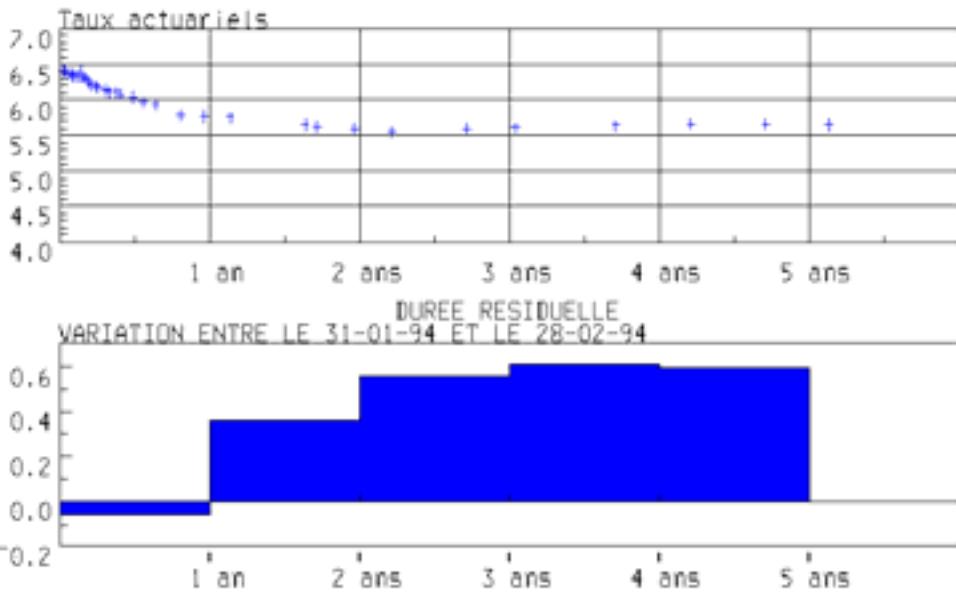
### Marché secondaire

Les rendements des bons du Trésor se sont vivement tendus en février sur l'ensemble des échéances, hormis celles jusqu'à six mois. Alors que, précédemment, elle était décroissante jusqu'à l'horizon de trois ans, la courbe des rendements ne présente plus qu'une pente faiblement négative entre un et deux ans et elle est devenue croissante au-delà de cette dernière durée.

Les taux des bons du Trésor jusqu'à trois mois, se sont très légèrement détendus dans la première quinzaine du mois, bénéficiant notamment de la diminution du taux au jour le jour le 7 février. Le repli est plus net après la baisse du taux d'escompte de la Banque fédérale d'Allemagne, puis du taux d'appel d'offres de la Banque de France. Sur les échéances plus longues des BTF, les rendements se sont tendus en fin de mois en raison des vives incertitudes apparues sur l'amplitude de la baisse des taux courts encore possible en Europe. Sur l'ensemble de la période, les taux des BTF cèdent 12 à 15 centimes sur les échéances jusqu'à cinq mois, mais ils progressent d'une dizaine de centimes sur les durées plus longues.

Dans le compartiment des BTAN, l'orientation haussière des rendements apparue au début de la deuxième quinzaine de janvier s'est poursuivie pendant tout le mois de février. Une nette accélération a été perceptible à partir du 20 février en raison des ventes massives de papier opérées par les non-résidents qui ont trouvé difficilement des contreparties : les BTAN entre deux et cinq ans ayant constitué le principal support-titre des prises de position sur la baisse des taux courts, ils ont été le plus vivement touchés par la remise en cause de ces anticipations. Au total, la hausse des rendements sur le mois s'élève à un demi-point sur les BTAN autour de deux ans et à soixante centimes sur les titres de durée plus longue.

**BONS DU TRÉSOR**  
**TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE AU 28 FÉVRIER 1994**

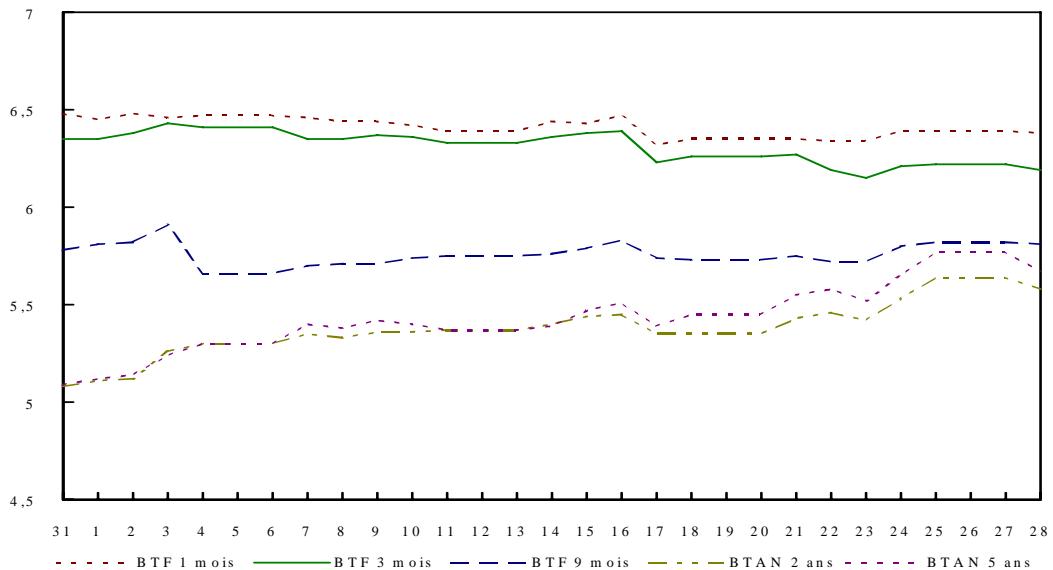


Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 17 mars 1994

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR**  
**du 31 janvier 1994 au 28 février 1994**

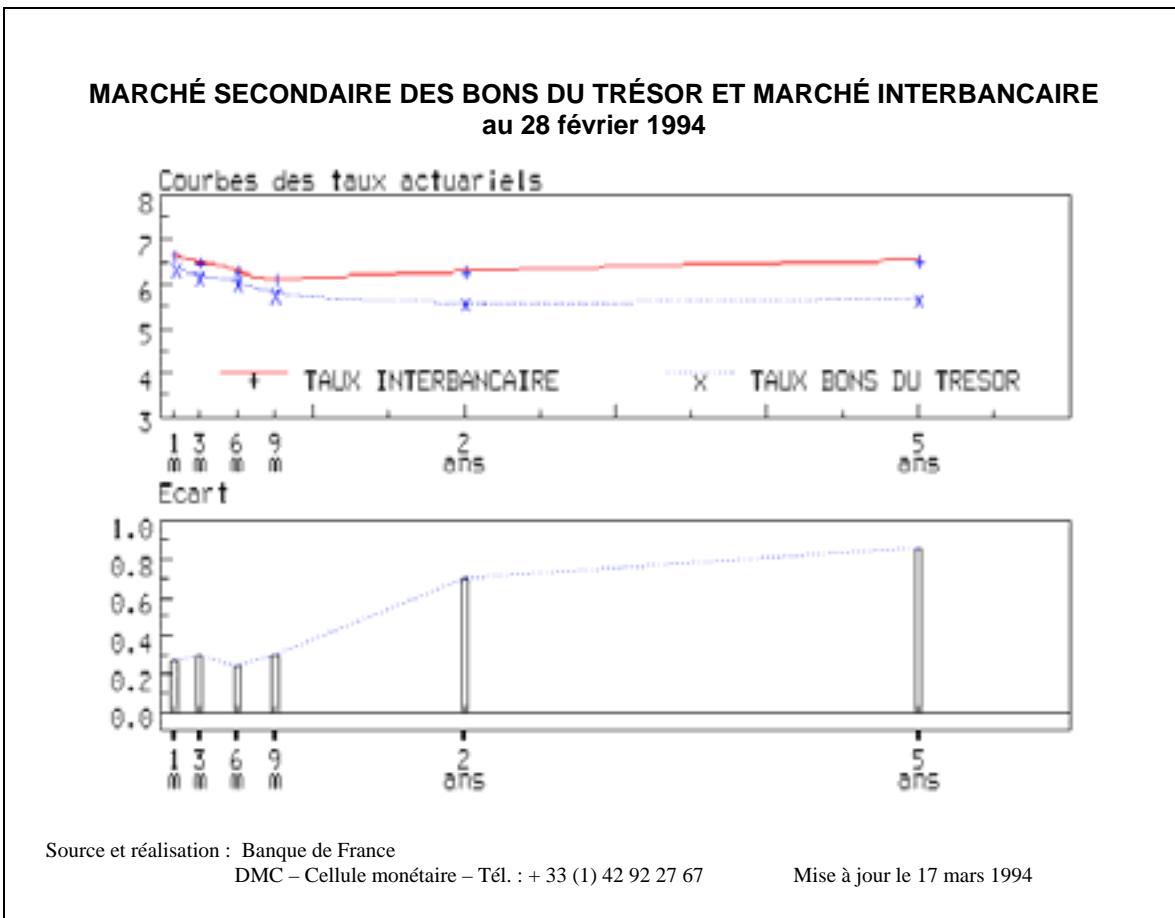


Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 mars 1994

En dépit du moindre volume d'émissions de BTF opérées par le Trésor en février, les écarts de rendement avec le marché interbancaire ne se sont pas accrus. Ils se sont stabilisés autour de vingt-cinq centimes sur les échéances jusqu'à neuf mois et sont demeurés à leur niveau habituel sur les échéances plus longues.



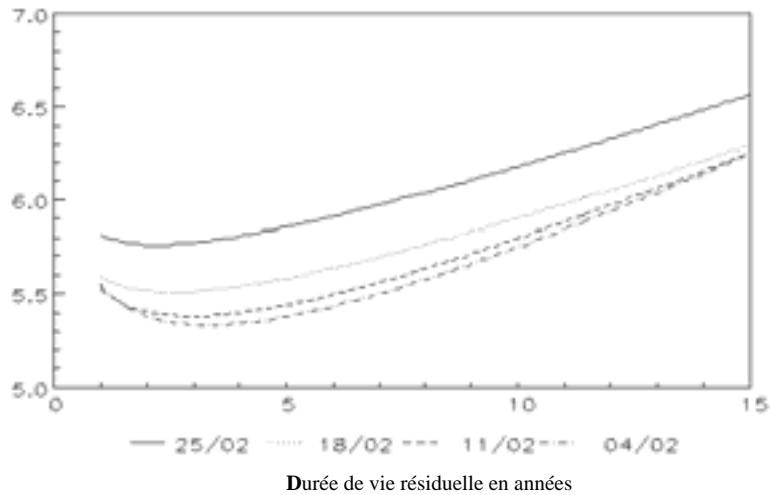
#### 5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché obligataire a subi en février un mouvement de correction prononcé et continu, à mesure que les opérateurs, déçus dans leurs anticipations de baisse rapide des taux en Europe, procédaient à des réaménagements de leurs positions.

Cette dégradation progressive a été ponctuée par deux événements majeurs : le relèvement d'un quart de point du taux des fonds fédéraux aux États-Unis le 4 février qui a pris le marché à contre-pied et la baisse d'un demi-point du taux d'escompte en Allemagne le 17 février qui, n'étant accompagnée d'aucun mouvement sur les taux de marché, a déçu les opérateurs.

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

TAUX ACTUARIELS



Source et réalisation : Banque de France

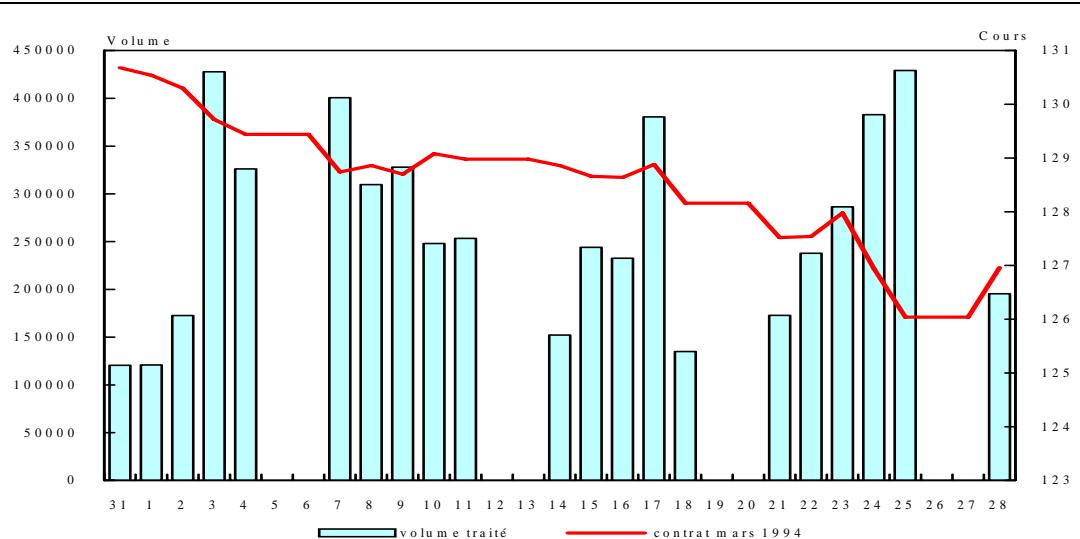
DMC – Cellule monétaire – Tél. : + 33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 17 mars 1994

L'examen de la courbe des rendements montre un déplacement global vers le haut par paliers successifs. Les échéances courtes, de trois à cinq ans, sont celles qui ont le plus souffert au cours du mois, car elles constituaient jusqu'alors le point d'inflexion bas de la courbe : les rendements à deux et dix ans se sont tendus de 44 points de base sur la période, alors que le cinq ans a progressé de 58 points de base.

En fin de mois, la courbe n'est plus inversée que sur la partie très courte, et retrouve dès deux ans une pente parfaitement ascendante.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ**  
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF  
du 31 janvier 1994 au 28 février 1994



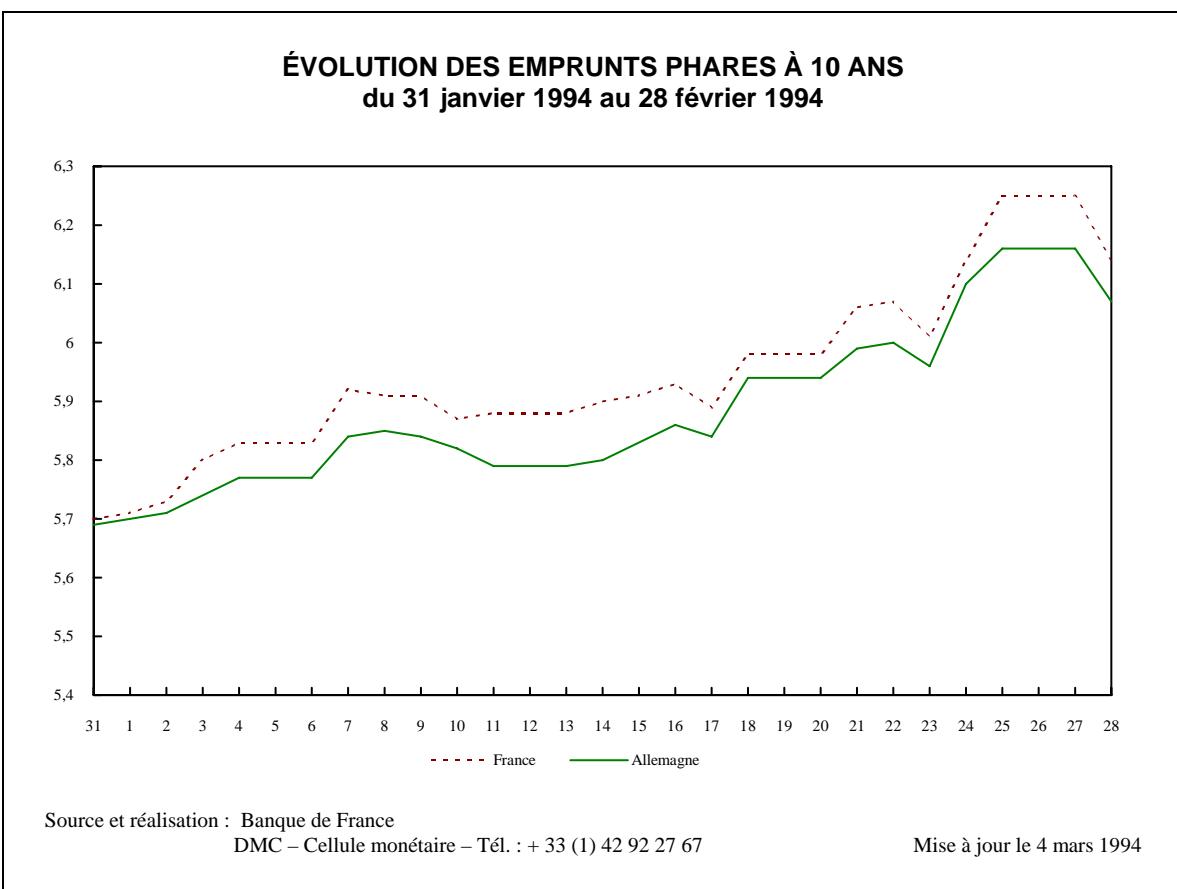
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 mars 1994

La nette dégradation du marché est clairement perceptible sur le contrat notionnel du Matif, dont les cours n'ont cessé de se replier, lentement en début de période, puis plus brutalement après le 22 février, suite au net repli des obligations américaines et en liaison avec des perspectives de baisse des taux courts en Europe jugées beaucoup moins favorables (stabilité du taux d'appel d'offres de la Banque fédérale d'Allemagne, baisse de 10 centimes de celui de la Banque de France).

Une amélioration survenait toutefois le dernier jour du mois, l'annonce d'un appel d'offres à taux de soumission en Allemagne ayant temporairement relancé les anticipations de baisse des taux. Au total, l'échéance mars 1994, la plus liquide, a cédé 386 points de base sur le mois, dans un volume d'activité très étouffé : 296 000 contrats échangés quotidiennement en moyenne contre 169 000 au mois de janvier.



Les emprunts phares français et allemand ont évolué en symbiose sur la période. On note cependant un léger élargissement du spread, phénomène habituel en période de hausse des rendements : il passe de un point de base en début de mois à sept points de base.

### 5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt (arrêtée au 8 mars)

Sur le marché interbancaire, le taux de l'argent au jour le jour s'est maintenu sur son précédent niveau de 6 3/8 %. Pour leur part, les taux de terme jusqu'à un an se sont d'abord inscrits en légère hausse jusqu'au 2 mars, dans le sillage du marché obligataire. Puis un mouvement de repli s'est amorcé à compter du 3, qui a ramené les rendements à leurs niveaux de fin février.

Sur le marché obligataire, les cours ont enregistré une vive baisse le 1<sup>er</sup> et le 2 mars à la suite d'une série de facteurs : déception suscitée par le résultat de la prise en pension au taux de soumission effectuée par la Banque fédérale d'Allemagne (5,97 % pour la majorité des demandes, contre 6 % pour la précédente opération réalisée à taux fixe), annonce d'une progression de 20,6 % de l'agrégat M3 en Allemagne pour le mois de janvier, et hausse du PIB américain révisée à 7,5 % pour le quatrième trimestre contre 6,5 % attendu. Cette dégradation a touché l'ensemble des grands marchés financiers. À Paris, le taux de l'emprunt phare à 10 ans est monté jusqu'à 6,48 % dans un climat particulièrement nerveux. Puis la tendance s'est progressivement améliorée à partir du 3 mars : beaucoup d'investisseurs ont jugé que la correction était exagérée et ont repris des positions à des niveaux de cours jugés attractifs. Enfin, l'accord salarial conclu le 5 mars entre le patronat allemand et le syndicat IG Metall a renforcé les anticipations d'une reprise prochaine du mouvement de baisse de ses taux d'intervention par la Banque fédérale d'Allemagne. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans était revenu à 6,16 % le 8 mars au matin, contre 6,14 % le 28 février.

## 5.2. Les émissions

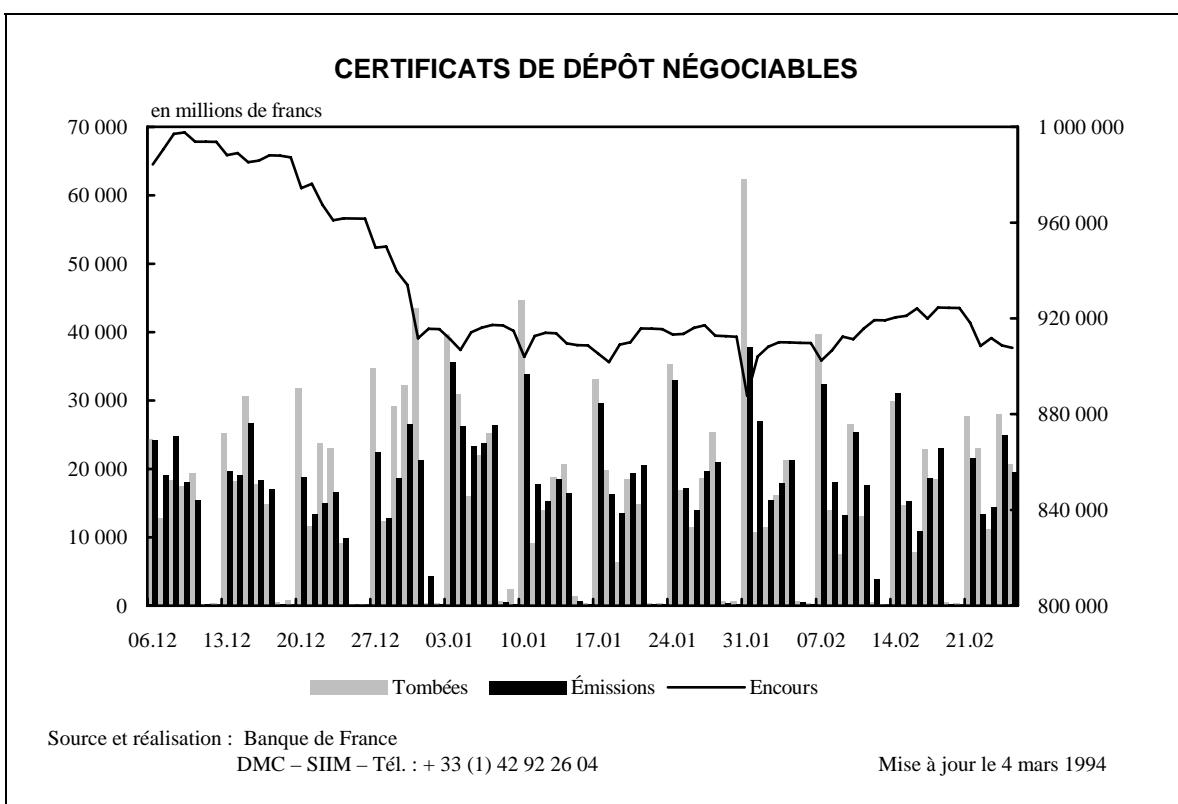
Les encours des différentes catégories de titres de créances négociables ont enregistré des évolutions divergentes au cours du mois de février : progression des certificats de dépôt et des billets de trésorerie, stabilité des bons à moyen terme négociables et tassement des bons des institutions et des sociétés financières.

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

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

L'encours des certificats de dépôt s'élevait à 900,9 milliards de francs le 25 février (chiffre provisoire disponible), contre 886,3 milliards le 31 janvier et 911,4 milliards le 31 décembre.

Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 25 février ont atteint 380,9 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 485,7 milliards en janvier et 453,8 milliards en décembre.



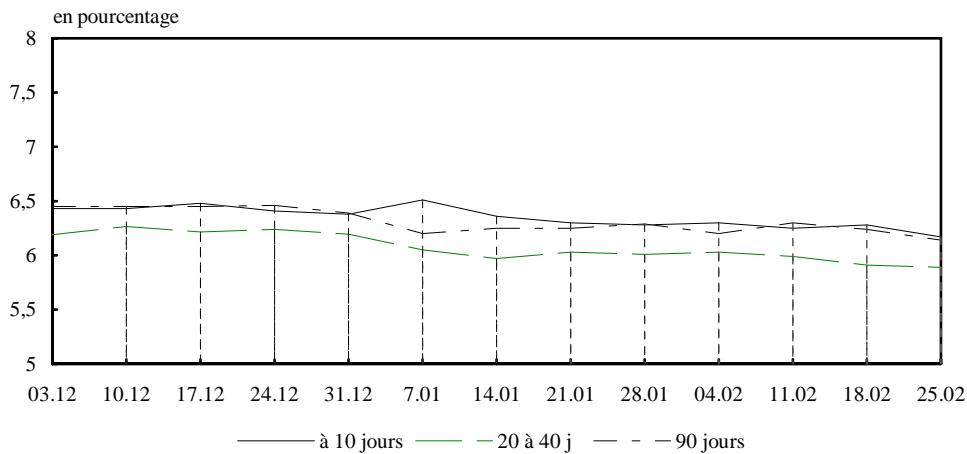
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 410 le 25 février 1994.

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

*(en pourcentage)*

	31 janvier au 4 février	7 au 11 février	14 au 18 février	21 au 25 février
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	6,30	6,25	6,28	6,17
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	6,24	6,22	6,22	6,08
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	6,20	6,30	6,24	6,14
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	5,65	5,60	5,50	5,50
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut) .....	6,41	6,38	6,32	6,29

### 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

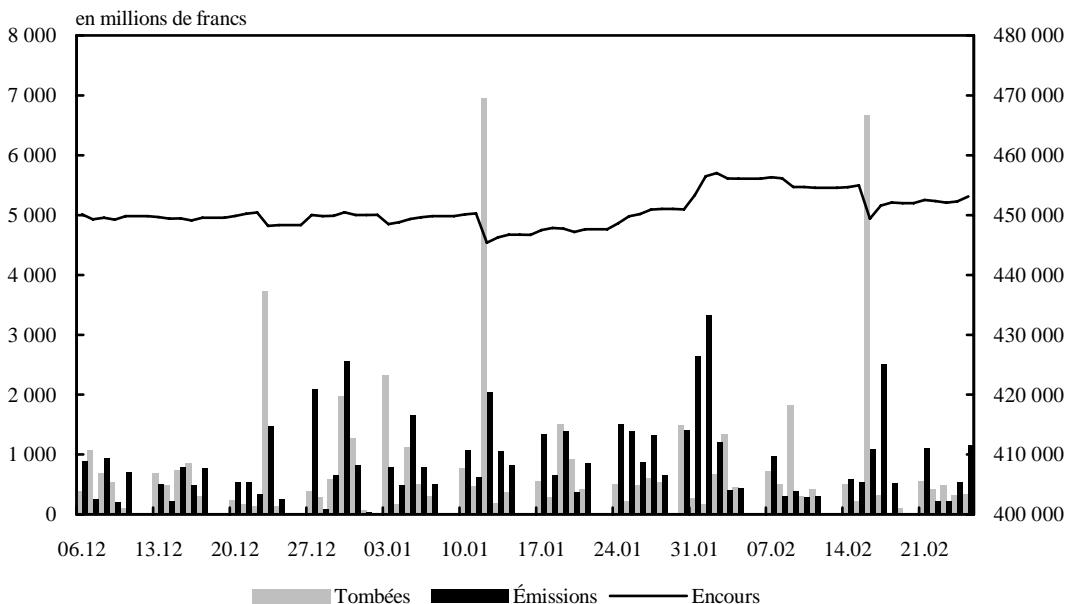
Mise à jour le 4 mars 1994

### Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 450,3 milliards de francs le 25 février (chiffre provisoire disponible), contre 451,1 milliards le 31 janvier et 448 milliards le 31 décembre.

Les émissions se sont élevées à 15,5 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 25 février, contre 24,1 milliards en janvier et 17,6 milliards en décembre.

Enfin, 161 émetteurs avaient un encours en gestion au 25 février, contre 162 fin janvier et fin décembre.

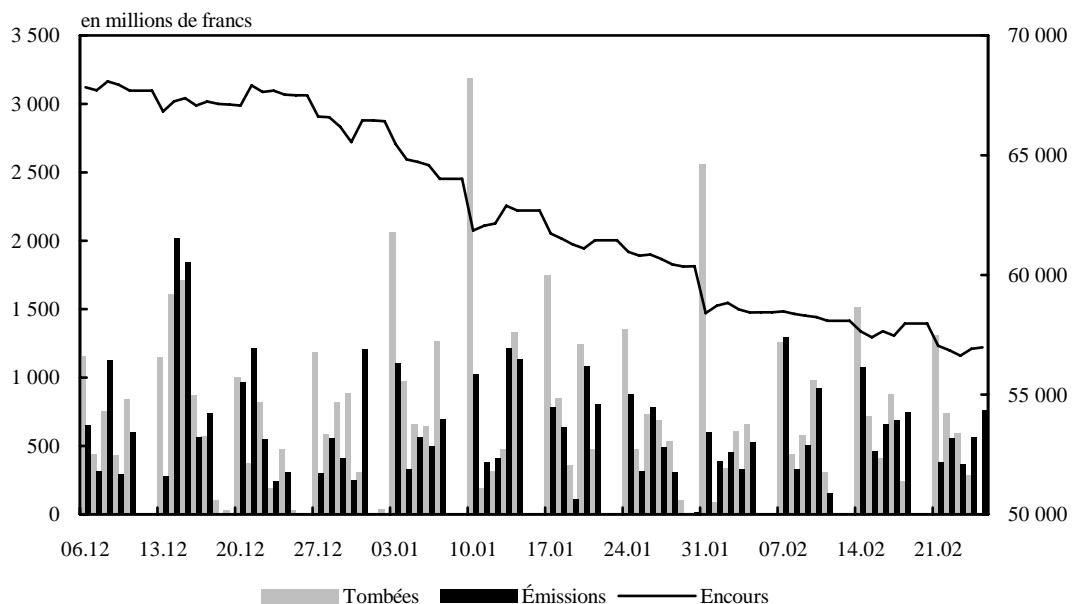
**BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES**

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

Mise à jour le 4 mars 1994

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

L'encours de ces bons est passé à 56,4 milliards de francs le 25 février (chiffre provisoire disponible), contre 58,4 milliards le 31 janvier et 66,5 milliards le 31 décembre.

**BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES**

Source et réalisation : Banque de France

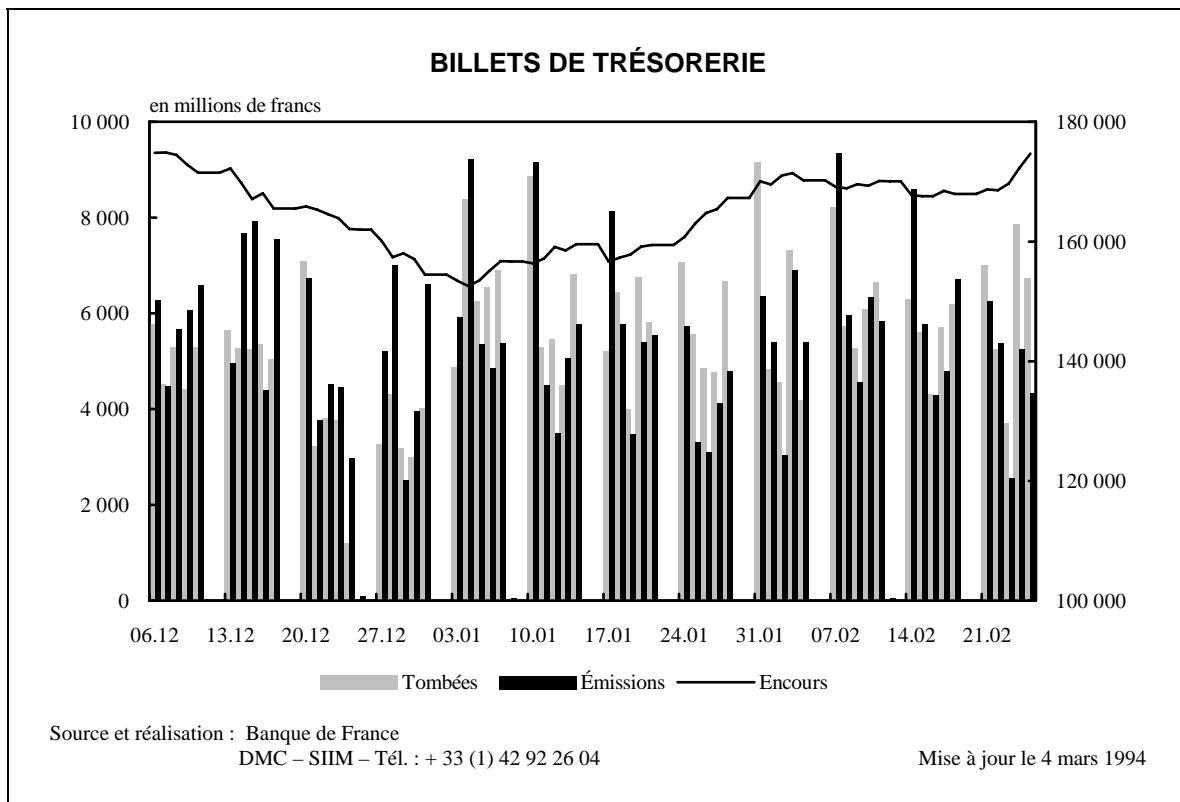
DMC – SIIM – Tél. : + 33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 4 mars 1994

**Billets de trésorerie (BT)**

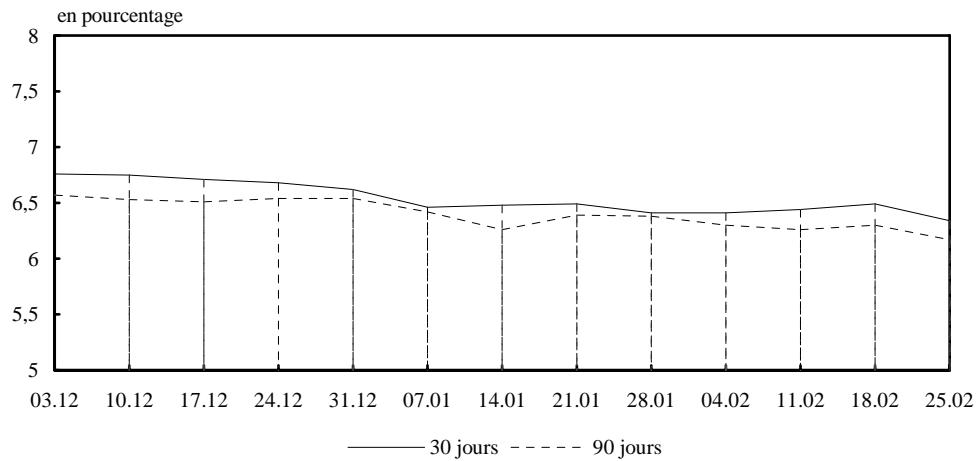
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 174,4 milliards de francs le 25 février (chiffre provisoire disponible), contre 170,1 milliards le 31 janvier et 154,5 milliards le 31 décembre.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 28 février a atteint 112,2 milliards de francs, contre 130,1 milliards en janvier et 101,5 milliards en février (respectivement 115,0 milliards de francs contre 114,5 milliards et 130,7 milliards pour les tombées). Les encours ont dans l'ensemble peu varié entre fin janvier et fin février, les variations les plus marquées ont été celles de la SNCF (+ 2,82 milliards de francs), Financière Agache (+ 0,99 milliard), BSN Finance (+ 0,80 milliard), la RATP (+ 0,80 milliard), Pernod Ricard (+ 0,75 milliard), Rémy Cointreau (- 0,61 milliard), Suez Finance SA (- 0,77 milliard) et Électricité de France (- 1,74 milliard).



Le 25 février, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 102 ; 40 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 52,8 % de l'encours global.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT</b>					
(en pourcentage)					
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours		31 janvier au 4 février	7 au 11 février	14 au 18 février	21 au 25 février
		6,20	6,24	6,18	6,17
Tiop à un mois	Plus haut	6,52	6,49	6,46	6,43
	Plus bas	6,44	6,43	6,34	6,31
	Plus haut	6,50	6,45	6,44	6,36

**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 04

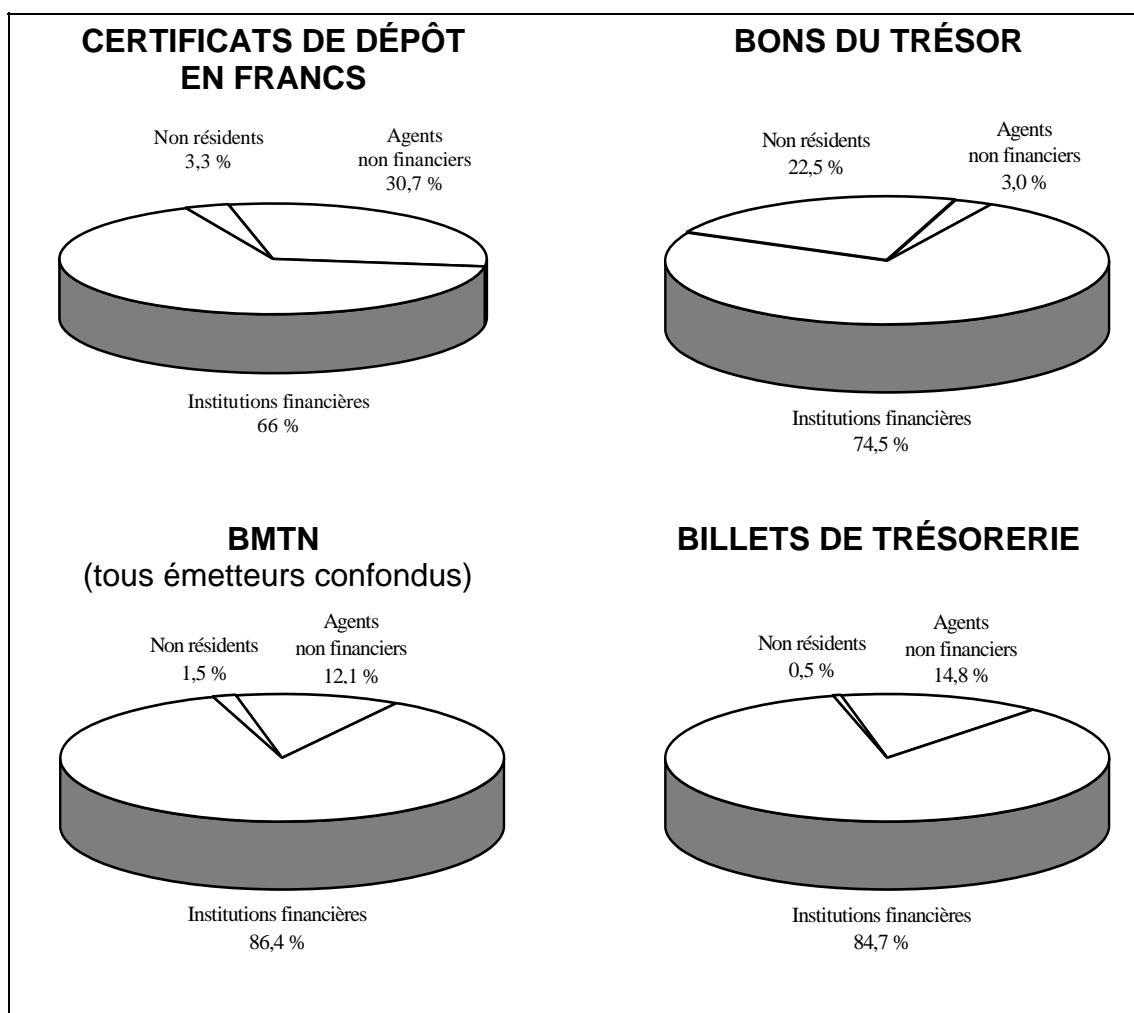
Mise à jour le 4 mars 1994

***Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin janvier)***

Les institutions financières ont accru leurs avoirs en bons du Trésor (74,5 %, contre 73,7 %) et en BMTN (86,4 %, contre 85,6 %).

Les agents non financiers ont légèrement réduit leur détention dans la plupart des catégories de titres de créances négociables.

Les portefeuilles des non-résidents, en titres de créances négociables, ont peu varié.



### 5.2.2. Le marché primaire obligataire en février

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

Après avoir connu une vive reprise à partir du milieu du mois de janvier, avec notamment l'emprunt émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic), l'activité sur les marchés primaires obligataires a fortement fléchi au cours du mois de février en raison des tensions apparues sur les marchés financiers européens à la suite du relèvement des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis puis de la temporisation du mouvement de baisse des taux en Europe. Ainsi, la volatilité des marchés a incité les émetteurs comme les investisseurs à la prudence, en attendant que se concrétisent leurs anticipations de baisse des taux.

La collecte des fonds ne reflète pas cette évolution du fait du décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Les flux d'émissions brutes ont ainsi atteint 81 milliards de francs en février, contre 57 milliards en janvier. Près de 65 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué pour 31 % d'émissions en eurofrancs et pour 4 % d'emprunts en euro-écus.

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

*(en milliards de francs)*

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Février 1994	2 mois 1994	2 mois 1993	Année 1993		Février 1994	2 mois 1994	2 mois 1993	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
20,1	47,2	40,0	360,2	État	20,1	46,2	34,8	304,0
8,1	16,5	20,4	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 2,9	- 9,4	- 1,3	15,8
0,2	7,7	8,1	48,2	Sociétés non financières	- 2,3	1,9	0,9	12,9
21,9	21,9	0,7	4,1	Autres émetteurs résidents	21,8	21,2	0,1	- 0,3
<b>50,4</b>	<b>93,4</b>	<b>69,2</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>36,8</b>	<b>59,9</b>	<b>34,5</b>	<b>332,3</b>
2,0	2,0	—	—	<b>Non-résidents</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	—	<b>- 1,5</b>
<b>52,4</b>	<b>95,4</b>	<b>69,2</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>38,8</b>	<b>61,9</b>	<b>34,5</b>	<b>330,8</b>
—	2,7	4,6	16,4	dont émissions en écus (b)	—	2,7	4,6	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
—	—	—	—	État	—	—	—	—
14,7	27,8	10,1	79,9	Établissements de crédit et assimilés	13,7	24,6	7,6	65,5
5,2	5,2	6,8	43,7	Sociétés non financières	4,7	4,7	6,8	42,9
—	—	—	4,9	Autres émetteurs résidents	—	—	—	4,9
<b>20,0</b>	<b>33,0</b>	<b>16,9</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>18,5</b>	<b>29,3</b>	<b>14,4</b>	<b>113,3</b>
8,7	9,7	6,0	79,4	<b>Non-résidents</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>6,0</b>	<b>72,0</b>
<b>28,7</b>	<b>42,8</b>	<b>22,9</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>26,6</b>	<b>38,3</b>	<b>20,4</b>	<b>185,2</b>
3,3	3,3	—	—	dont émissions en écus	3,3	3,3	—	- 2,5
3,3	3,3	—	—	dont émissions en écus des résidents	3,3	3,3	—	- 2,5

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

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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 17 mars 1994

La **collecte des résidents** s'est élevée à 70 milliards de francs (56 milliards en janvier), soit 87 % des émissions réglées en février. Hors État, la collecte a atteint 50 milliards (29 milliards en janvier), 40 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 20,1 milliards de francs (20,7 milliards en valeur nominale), après 14,5 milliards en janvier. Ces fonds ont été levés en francs sur deux lignes, l'**« OAT 5,50 % avril 2004 »** et une nouvelle ligne à 30 ans, l'**« OAT 6 % octobre 2025 »**. Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 20,4 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (20 à 22 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 0,3 milliard au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,74 %, très légèrement supérieur à celui de l'adjudication effectuée le mois précédent.

## LES MARCHÉS DE CAPITAUX

## Les émissions

Les **établissements de crédit** ont recueilli un peu moins de la moitié du solde, soit 23 milliards de francs (sur 50 milliards), après 16 milliards en janvier. Près des deux tiers de ces fonds (15 milliards de francs) proviennent d'emprunts émis sur le marché international, dont 3 milliards en euro-écus.

Les **sociétés non financières** ont levé plus de 5 milliards en février (8 milliards en janvier), en quasi-totalité sur le compartiment international.

Les **autres émetteurs résidents** ont recueilli 22 milliards en février. Il s'agit du règlement de l'emprunt exceptionnel émis fin janvier par l'Unedic.

La **collecte des non-résidents** a fortement progressé en février pour atteindre près de 11 milliards de francs (1 milliard en janvier). Deux milliards de francs ont été émis sur le marché intérieur par la Banque européenne d'investissement.

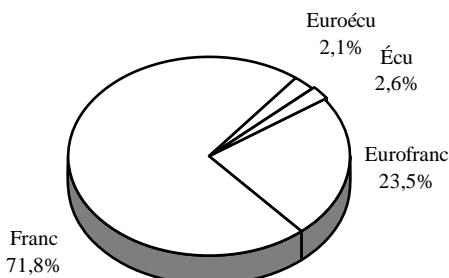
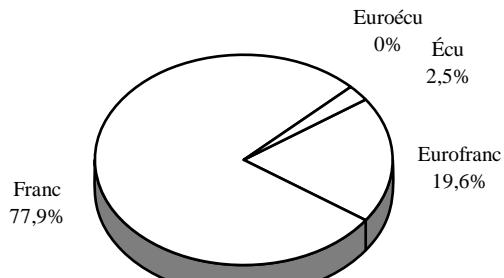
<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>									
				En date de règlement	(en milliards de francs)				
Brutes					Nettes				
Février 1994	2 mois 1994	2 mois 1993	Année 1993		Février 1994	2 mois 1994	2 mois 1993	Année 1993	
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>									
20,1	44,6	35,4	343,8	État	20,1	43,6	30,2	287,6	
19,5	41,0	30,5	194,0	Établissements de crédit et assimilés	7,5	11,8	6,3	83,8	
5,4	13,0	14,9	91,9	Sociétés non financières	2,5	6,6	7,7	55,7	
21,9	21,9	0,7	9,0	Autres émetteurs résidents	21,8	21,2	- 0,1	4,6	
<b>67,0</b>	<b>120,4</b>	<b>81,6</b>	<b>638,8</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>51,9</b>	<b>83,3</b>	<b>44,3</b>	<b>431,7</b>	
<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>6,0</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>6,0</b>	<b>70,5</b>	
<b>77,8</b>	<b>132,2</b>	<b>87,5</b>	<b>718,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>62,1</b>	<b>94,2</b>	<b>50,2</b>	<b>502,2</b>	
52,4	92,7	64,6	510,2	dont émissions intérieures	38,8	59,3	29,8	314,5	
50,4	90,7	64,6	510,2	dont émissions intérieures des résidents	36,8	57,3	29,8	316,0	
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>									
—	2,7	4,6	16,4	État	—	2,7	4,6	16,4	
3,3	3,3	—	—	Établissements de crédit et assimilés	3,3	3,3	—	- 2,5	
—	—	—	—	Sociétés non financières	—	—	—	—	
—	—	—	—	Autres émetteurs résidents	—	—	—	—	
<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>16,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>13,9</b>	
—	—	—	—	<b>Non-résidents</b>	—	—	—	—	
<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>16,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>13,9</b>	
—	2,7	4,6	16,4	dont émissions intérieures	—	2,7	4,6	16,4	
—	2,7	4,6	16,4	dont émissions intérieures des résidents	—	2,7	4,6	16,4	

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

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

Mise à jour le 17 mars 1994

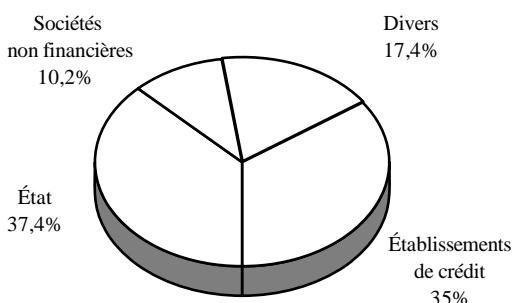
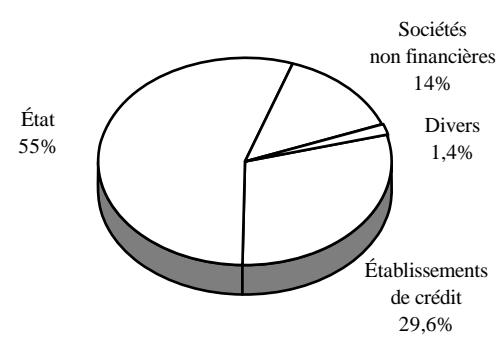
Au terme des deux premiers mois, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents a progressé, d'une année sur l'autre, de près de 40 milliards de francs pour atteindre 126 milliards à fin février 1994.

**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE****2 MOIS 1994****ANNÉE 1993**

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

Mise à jour le 17 mars 1994

En proportion, les résidents ont sensiblement accru leur appel au compartiment international (plus de 26 % de leurs émissions en 1994, contre moins de 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). Ils ont également accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentaient à fin février 1994 près de 5 % du total des émissions sur ces marchés, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Ces évolutions doivent être toutefois nuancées en raison du poids du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) dans la collecte des résidents en 1993. En outre, près de 75 % des fonds collectés par les résidents autres que l'État, concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de 1993.

**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR****2 MOIS 1994****ANNÉE 1993**

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

Mise à jour le 17 mars 1994

Si la part de l'État reste prépondérante sur le marché intérieur (avec plus de 50 % des émissions brutes), elle ne représente que 37 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments en 1994, contre 55 % en 1993.

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

Parmi les nombreux événements qui se sont succédés au cours du mois sous revue, on retiendra plus particulièrement les faits suivants.

Les différentes mesures prises fin 1993 par les principaux intervenants pour harmoniser en terme de coût le marché intérieur et celui de l'eurofranc, à l'origine de la reprise des émissions domestiques<sup>1</sup>, ont été complétées en fin de mois par l'annonce de nouvelles dispositions visant à faciliter l'accès des émetteurs au marché intérieur. Ainsi, la procédure d'inscription au calendrier, spécifique au marché intérieur<sup>2</sup>, va être allégée afin de la rendre comparable à celle du marché de l'eurofranc, tout en maintenant la possibilité d'inscription préalable pour les émetteurs souhaitant disposer d'une priorité. Les modalités pratiques de cette réforme devraient être communiquées prochainement par le Comité des émissions. Par ailleurs, les redevances perçues par la Commission des opérations de bourse (destinées à rémunérer le visa des notes d'information) seront désormais réparties entre les émissions domestiques et internationales. Le taux de la redevance sur les émissions effectuées sur le compartiment international a été fixé à 0,05 % du nominal et celui de la redevance intérieure abaissé à 0,15 %<sup>3</sup>.

À l'occasion de la privatisation de la société Elf-Aquitaine<sup>4</sup>, un peu plus de 22 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997, soit 2,5 milliards de francs environ, ont été annulés fin février dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public<sup>5</sup>. L'encours nominal des titres restant en circulation après cette troisième offre publique de vente s'élève à 105 milliards de francs.

Dans le cadre de la politique de gestion active de la dette publique, le Trésor a procédé au cours du mois sous revue à l'annulation, à hauteur de 8 milliards de francs, d'**« OAT 5,50 % avril 2004 »** émises en novembre 1993 au profit du Fonds de soutien des rentes (FSR) pour accompagner la création de cette nouvelle ligne notionnelle. Par ailleurs, à la suite des mesures récentes autorisant le démembrement des OAT en écus, une émission de 500 millions d'écus (3,3 milliards de francs environ) a été effectuée toujours à son profit sur la ligne « OAT 8,25 % avril 2022 ».

On peut enfin souligner l'élargissement du débat déontologique relatif à la notation « sauvage » d'un émetteur par une agence de notation. Ce problème a été soulevé en début d'année à la suite d'une protestation du groupe des caisses d'épargne à l'encontre de l'agence Moody's qui avait noté une de ses récentes émissions en eurofrancs à son insu. Dans un communiqué, l'Association française des établissements de crédit s'est élevée contre cette pratique de notation d'un emprunt obligataire sans l'accord préalable de l'émetteur et sans l'obtention des informations indispensables à l'établissement ou à l'actualisation d'une note.

<sup>1</sup> L'emprunt exceptionnel de l'Unedic a pu ainsi être émis avec succès sur le marché intérieur (il comprenait toutefois une tranche internationale). Par ailleurs, le retour du Crédit local de France ou encore de la Banque européenne d'investissement sur le marché intérieur montre que les réformes entreprises sur ce compartiment commencent à porter leurs fruits.

<sup>2</sup> Sur le marché intérieur, une inscription au calendrier doit être demandée au Comité des émissions 3 semaines au moins avant le lancement d'un emprunt sur le « grand marché » (émission supérieure à 1 million de francs, toutes tranches confondues inscrites à un même Balo). Sur le « petit marché » (émission inférieure à 1 million de francs dans la limite de 2 millions par émetteur et par année civile), les opérations sont libres. Toutefois, il est demandé aux émetteurs ou à leurs chefs de file d'informer le Comité au plus tard la veille de l'opération envisagée.

<sup>3</sup> La différence de coût résiduelle en faveur de l'euromarché serait désormais comprise entre 1 et 2 points de base pour un emprunt à 10 ans. Elle varierait de 1,5 à 2,5 centimes de taux pour un emprunt à 5 ans.

<sup>4</sup> L'offre publique de vente a porté sur 38,6 millions d'actions (au prix unitaire de FRF 385) pour un montant de 14,9 milliards de francs.

<sup>5</sup> Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

### 5.2.3. Le marché primaire des actions en janvier

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	(en milliards de francs)				
	Novembre 1993	Décembre 1993	Janvier 1994	Janvier 1993	Année 1993
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>21,4</b>	<b>31,2</b>	<b>33,2</b>	<b>46,7</b>	<b>240,2</b>
DONT :					
- émissions de titres cotés (b) .....	14,0	13,4	4,2	2,9	66,2
- émissions avec appel public à l'épargne (c).....	15,0	13,4	3,5	2,6	67,1

(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 14 mars 1994

Les émissions d'actions ont légèrement progressé d'un mois sur l'autre pour atteindre 33 milliards de francs en janvier. Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, régressé fortement de 13 milliards de francs à 3 milliards, soit 10 % de l'ensemble des émissions du mois de janvier (43 % en décembre). Le succès rencontré par les émissions d'emprunts convertibles nuance toutefois cette évolution.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Le marché parisien a subi une nette correction à l'image de l'ensemble des autres grandes places boursières. L'amorce d'un durcissement de la politique monétaire aux États-Unis et la remontée générale des taux obligataires apparaissent comme les principales causes de cette détérioration de la tendance. L'indice CAC 40 recule de 4,3 % sur l'ensemble du mois après la hausse de 2,8 % enregistrée en janvier.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 a d'abord continué de progresser pour atteindre un nouveau record historique à 2 355,9 points en clôture de la journée du 2 février.

Puis la tendance s'est nettement dégradée : l'indice perdait 1,44 % le 3 et 1,81 % le 4 à la suite du vif repli de Wall Street, lui-même provoqué par la hausse d'1/4 de point du taux des fonds fédéraux.

Les cours ont continué de s'effriter durant les journées suivantes. Les investisseurs ont marqué leur inquiétude que le durcissement de la politique monétaire aux États-Unis ne vienne interrompre le mouvement de baisse des taux courts en Europe. La hausse continue des rendements obligataires au cours de la période a été perçue de façon négative et a suscité d'importants dégagements, en particulier de la part de non-résidents. Ce sont les valeurs financières qui ont été les plus affectées par cette détérioration du climat. En revanche les actions des sociétés du secteur de l'automobile ont enregistré de bonnes performances, en particulier grâce aux mesures gouvernementales prises en faveur de l'achat de véhicules neufs.

Ce contexte assez défavorable n'a pas empêché l'opération de privatisation d'Elf-Aquitaine — la plus importante jamais réalisée à la Bourse de Paris — de rencontrer un grand succès. Un peu plus de trois millions de particuliers se sont partagés 38,6 millions d'actions et, globalement, l'opération a rapporté 33 milliards de francs à l'État.

Le mois boursier de février qui s'est achevé lundi 21 s'est finalement soldé par un repli de 2,61 % de l'indice CAC 40. Une reprise s'est amorcée au cours des séances du 22 et du 23, soutenue par de nouveaux espoirs de baisse des taux d'intérêt. Puis l'indice CAC 40 a cédé 1,94 % le 24 et 0,42 % le 25 sous l'effet de la remontée des taux longs. Enfin, le 28, les actions françaises ont bénéficié d'une reprise technique (+ 1,78 %) liée à l'exercice, en ce dernier jour du mois, d'options d'achats sur l'indice CAC 40.

D'une fin de mois à l'autre, l'indice CAC 40 a perdu 4,3 %, retrouvant à la fin du mois de février son plus bas niveau depuis décembre. Ce mouvement de baisse est intervenu dans des volumes de transactions assez importants (6 milliards de francs en moyenne par séance).

Toutes les grandes places boursières ont également enregistré un repli en février, en raison de l'incertitude des investisseurs sur l'évolution des taux d'intérêt.

### INDICES BOURSIERS

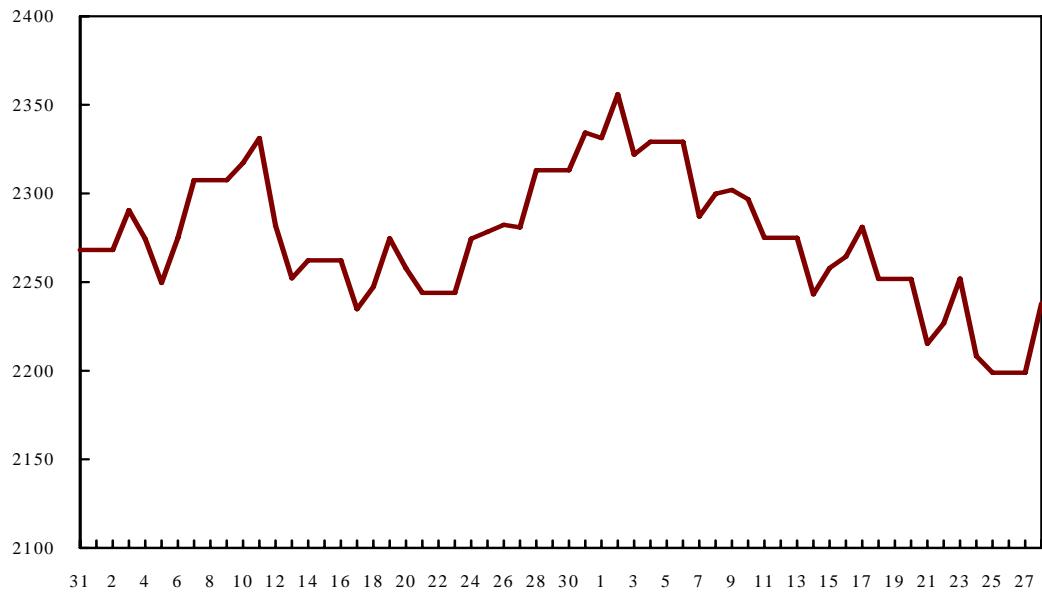
	31 janvier 1994	28 février 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
Wall Street (Dow Jones).....	3 978,36	3 832,02	-3,8	2,03
Londres (FT 100).....	3 491,80	3 328,10	-4,9	-2,71
Tokyo (Nikkei) .....	20 229,12	19 997,20	-1,1	12,9
Paris (CAC 40) .....	2 334,36	2 238,06	-4,3	-1,35
Francfort (Dax) .....	2 177,45	2 091,57	-4,1	-8,37

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 mars 1994

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 mars 1994

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

(arrêtée au 7)

Le marché des actions a été mal orienté durant les premiers jours de mars, à Paris comme sur l'ensemble des places boursières. Les investisseurs ont craint une interruption du mouvement de baisse des taux d'intérêt à court terme après l'annonce d'une croissance plus forte que prévue aux États-Unis au dernier trimestre 1993 (7,5 %) et d'une très forte progression de la masse monétaire M3 en Allemagne en janvier (+ 20,6 %). L'indice CAC 40 est ainsi revenu à 2 144,7 points mercredi 2, contre 2 238,1 points le 28 février. Le relatif apaisement constaté les 3 et 4 mars s'est confirmé le 7, après l'accord intervenu en Allemagne entre le patronat et le syndicat de la métallurgie. Autorisant de nouveaux espoirs de baisse des taux courts, cet accord modéré a permis une amélioration des marchés obligataires et des bourses en Europe. L'indice CAC 40 est ainsi remonté à 2 219,9 points le 7.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En janvier 1994, les moyens de paiement (M1) ont de nouveau enregistré une hausse prononcée (2,5 %) en raison d'une vive progression des dépôts à vue (2,9 %). Les avoirs sur livrets rémunérés à des taux réglementés (M2 – M1), en croissance depuis août 1993, ont continué à progresser (0,7 %). L'agrégat M2 a ainsi augmenté de 1,7 %. En revanche, l'agrégat M3 s'est contracté de 0,6 % sous l'effet d'une baisse (- 3 %) des placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) et, en particulier, des dépôts à terme (- 4 %), la diminution des placements en titres d'OPCVM court terme s'étant, quant à elle, fortement atténuée (- 0,8 %). En novembre, l'endettement intérieur total a pour sa part continué de progresser à un rythme soutenu (4,8 % en un an, contre 4,7 % à fin octobre).

L'évolution de l'agrégat M3 depuis le milieu de l'année 1993 traduit un transfert d'actifs liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie qui résulte, en partie, de l'évolution très marquée de la structure des taux d'intérêt en 1993, mais aussi de facteurs exceptionnels, liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux mesures fiscales concernant les OPCVM. C'est ainsi que la variation de l'agrégat M3 en 1993 qui s'établissait nominalement à - 1,5 %<sup>1</sup>, ressortait en fait, après correction de l'impact de ces facteurs exceptionnels, à 1,5 %<sup>1</sup>. À cela s'est ajouté, en janvier 1994, l'effet des arbitrages entre actifs liquides et plans d'épargne-logement, qui sont apparus très attractifs, avant la baisse annoncée de leur taux de rémunération. Au total, l'évolution de l'agrégat M3, sur un an, calculée entre moyennes trimestrielles centrées, s'établit nominalement à - 2,7 % et à 0,3 % si on la corrige des facteurs exceptionnels évoqués ci-dessus.

La progression de l'agrégat de placement P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) a atteint 35,4 milliards de francs au cours du mois et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à 17,6 % sur un an. En particulier, les plans d'épargne-logement se sont accrus de 2,8 % au cours du mois de janvier et de 13,5 % en un an tandis que, sur la même période, les plans d'épargne populaire se sont accrus de 33,4 %. De même, au cours du mois de janvier, les souscriptions nettes de Sicav « obligations », incluses dans l'agrégat P2, se sont élevées à 17,4 milliards de francs et celles des Sicav « actions » incluses dans l'agrégat P3 ont atteint 10,3 milliards de francs. Au total, en janvier, les souscriptions nettes d'actifs inscrits dans P1 ainsi que de titres de Sicav obligataires et « actions » ont atteint 63 milliards de francs, alors que M3 régresse de 41,3 milliards.

<sup>1</sup> Chiffre révisé

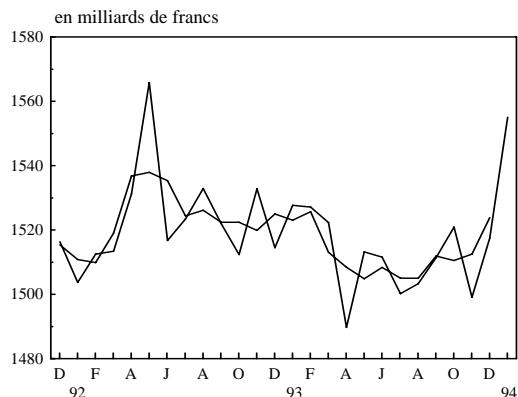
**LES AGRÉGATS MONÉTAIRES**  
**Les agrégats de monnaie et de placement**

La progression de l'endettement intérieur total recouvre notamment une croissance vive des financements obtenus sur les marchés internes (17,2 % sur un an) et, en particulier, des ressources obligataires, qui, se sont accrues de 22,4 % sur la même période. Ces modalités de financement se sont substituées en partie à l'émission de titres de créances négociables, dont l'accroissement, tout en restant soutenu (8,4 %), se ralentit sensiblement et surtout au crédit (- 0,1 %).

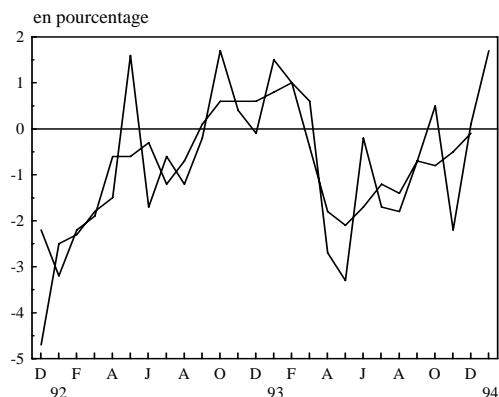
À fin novembre 1993, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ressortent en légère hausse sur un an pour le deuxième mois consécutif (0,3 %, après 0,1 % à fin octobre). Pour leur part, les crédits distribués par les banques continuent de s'inscrire en recul en glissement sur douze mois (- 3,5 %). Au cours du mois de novembre, ils ont diminué de 0,3 % ; cette évolution recouvre une baisse des prêts aux sociétés, une quasi-stabilité des crédits aux ménages et une progression des concours aux autres agents résidents.

<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin janvier 1994	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Novembre 1993 en pourcentage	Décembre 1993 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 568,3	2,5	-0,5	-0,1
– M2	2 797,9	1,7	0,1	0,6
– M3	5 235,9	-0,6	-1,5	-2,7
– M4	5 285,2	-0,6	-1,5	-2,7
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 253,4		16,5	17,6
Statistiques à fin novembre 1993			Variations sur 12 mois en glissement	
AGRÉGATS DE CRÉDIT			Septembre 1993 en pourcentage	Octobre 1993 en pourcentage
– Endettement intérieur total	9 581,3	4,3	4,7	4,8
– Ensemble des crédits à l'économie	6 285,5	-1,1	0,1 (e)	0,3 (e)
– Crédits des banques à l'économie	3 519,8	-2,8	-2,5	-3,5
(e) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29		Mise à jour le 3 mars 1994		

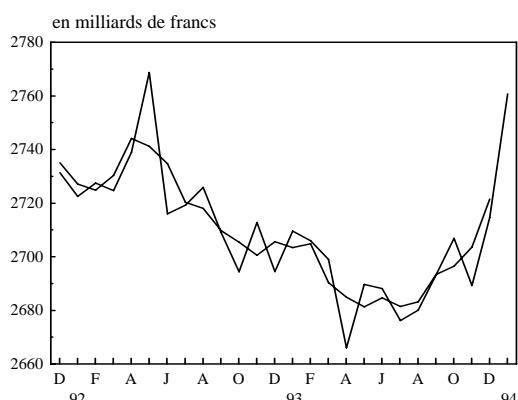
**M1**  
**Encours cvs**



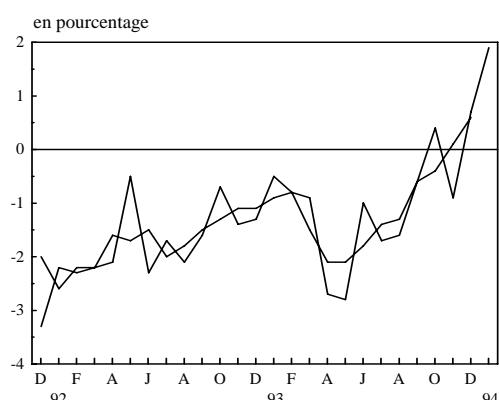
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



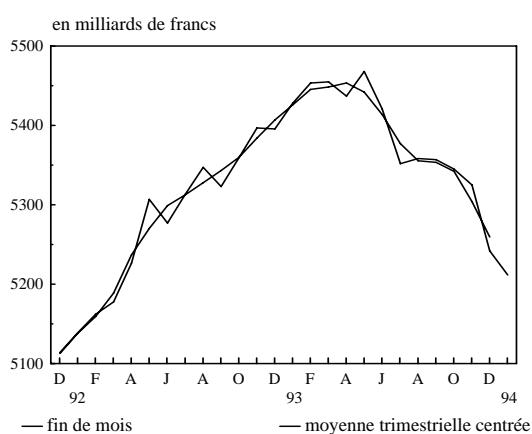
**M2**  
**Encours cvs**



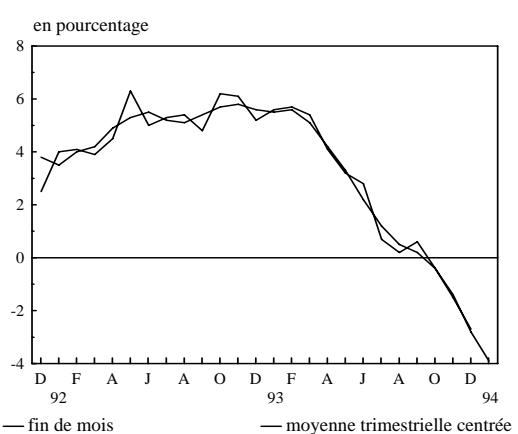
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



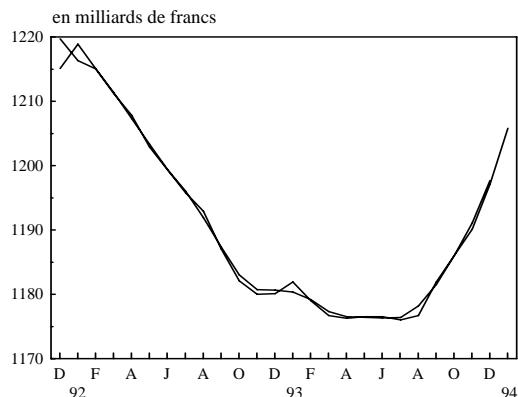
**M3**  
**Encours cvs**



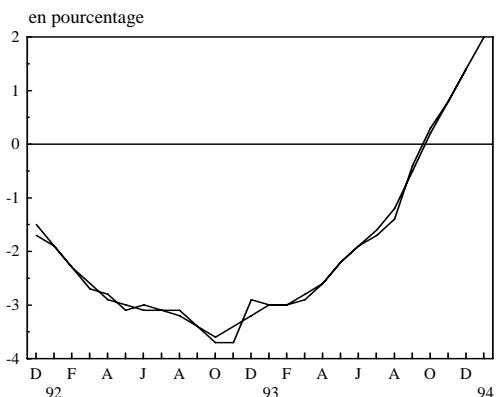
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



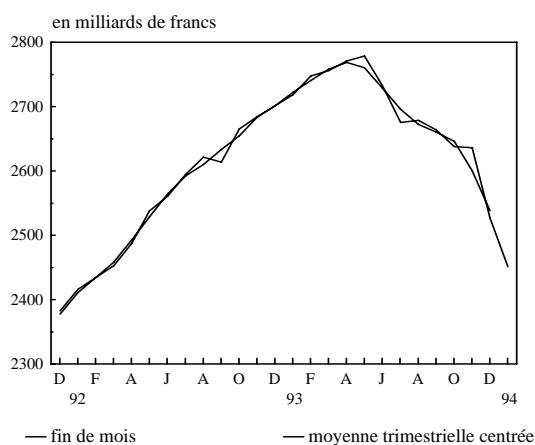
**M2 - M1  
Encours cvs**



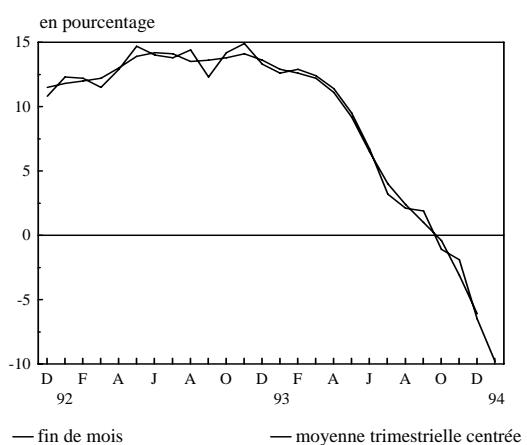
## M2 - M1 Glissements sur 12 mois



M3 - M2  
Encours cvs



## M3 - M2



**Tableau non disponible**

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

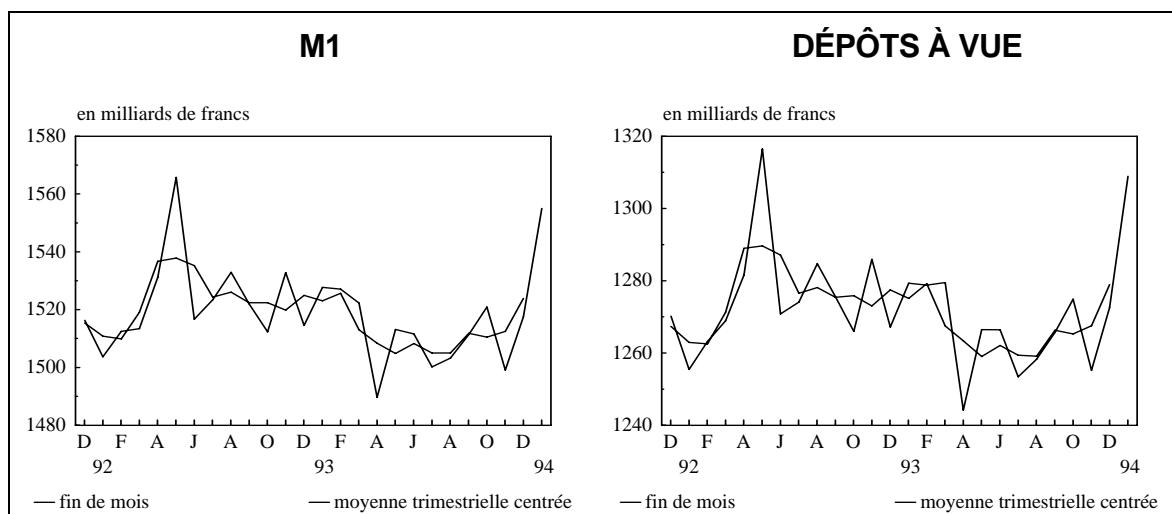
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle<sup>1</sup>

(statistiques à fin janvier)

#### M1

L'agrégat M1 a progressé pour le deuxième mois consécutif (2,5 %, après 1,2 % en décembre). Aussi, sur un an, son repli revient-il à – 0,1 % (après – 0,5 % à fin 1993).

Les dépôts à vue, principale composante de M1, se sont fortement accrus en janvier (2,9 %, après 1,4 % le mois précédent) et, en rythme annuel, leur variation redevient légèrement positive (0,1 % contre – 0,5 % à fin 1993).



L'encours des billets et monnaies a augmenté de 0,5 % (après 0,4 % en décembre). Toutefois, en un an, il a diminué de 1,1 %.

#### M2 - M1

La progression des comptes sur livrets s'est poursuivie en janvier (0,7 %, après 0,6 % le mois précédent) et leur rythme annuel de croissance s'est sensiblement renforcé (1,4 %, après 0,8 % à fin 1993).

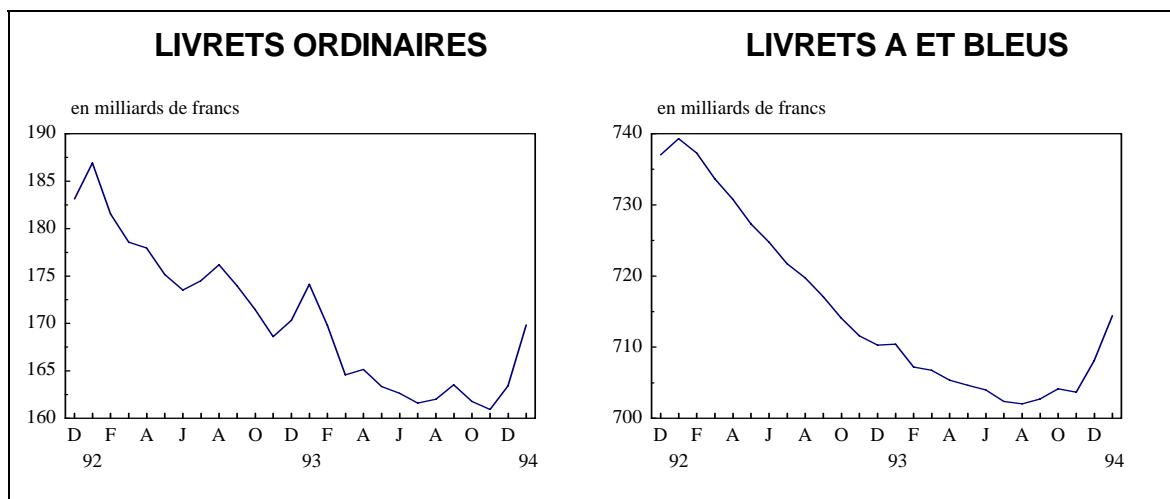
L'encours des livrets A et bleus a globalement progressé de 0,9 % (après 0,6 % en décembre). Son repli, sur douze mois, s'élève à – 0,3 % (contre – 1 % à la fin de 1993).

Par ailleurs, les livrets A-HLM ont diminué de 6,3 milliards de francs et leur encours résiduel s'établit à 2,2 milliards à la suite de la suppression de l'obligation pour les offices d'HLM de déposer leur trésorerie sous cette forme.

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

La progression des Codevi s'est poursuivie (1,7 %, après 2 % en décembre). De ce fait, sur un an, leur hausse s'est accentuée (19 %, après 17,4 % à fin 1993).

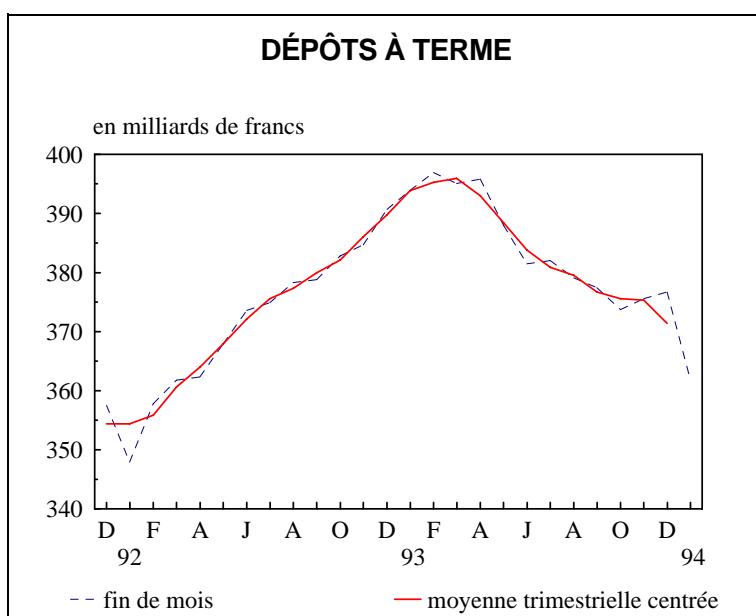
Les livrets soumis à l'impôt ont augmenté de 1,3 % (au lieu de 0,6 % le mois précédent) et leur glissement annuel est revenu de - 4,8 % à fin 1993 à - 3,7 %.



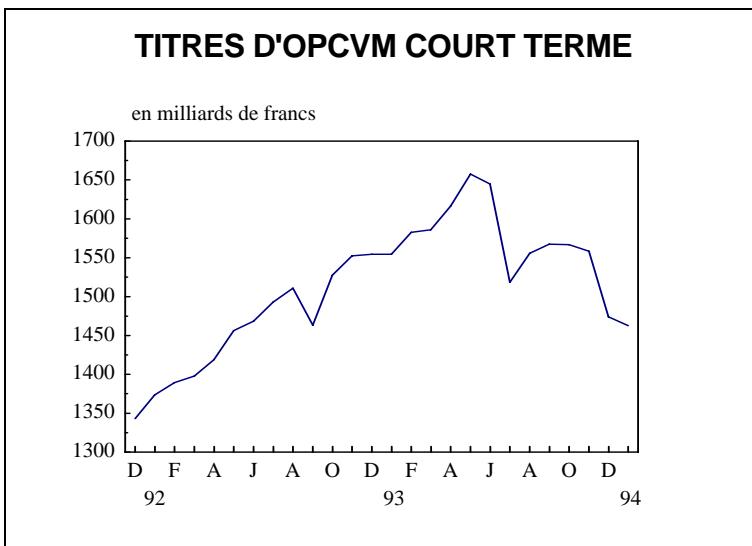
M3 – M2

Le recul de M3 – M2, très marqué en décembre (-4,1 %), s'est poursuivi en janvier (-3,0 %) et s'établit, en glissement sur douze mois, à -6,1 % (après -3,1 %).

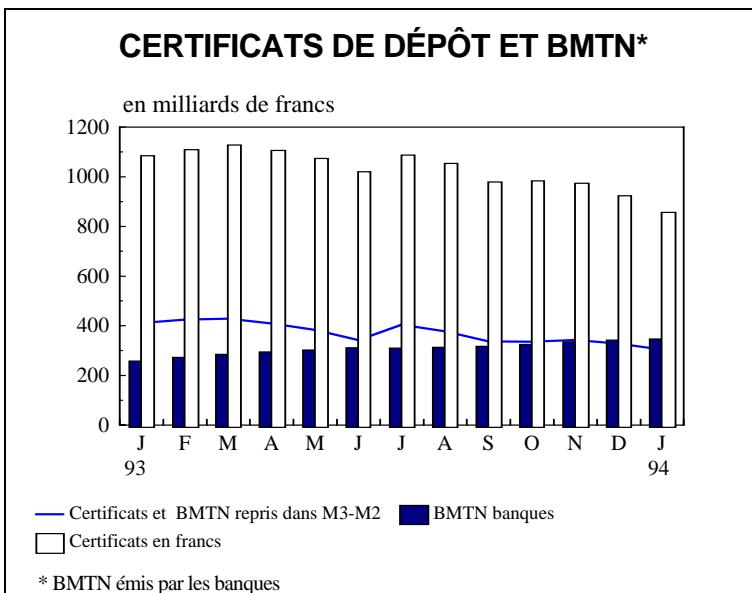
La diminution des placements à terme s'est accélérée (-2,4 % contre -0,5 % en décembre). En rythme annuel, leur repli atteint 8,7 % (-7,9 % à fin décembre).



L'encours des titres d'OPCVM court terme s'est contracté de 0,8 % (après - 5,4 % en décembre) et, sur un an, sa diminution s'est fortement accentuée (- 3,6%, contre - 0,8 % à fin 1993).



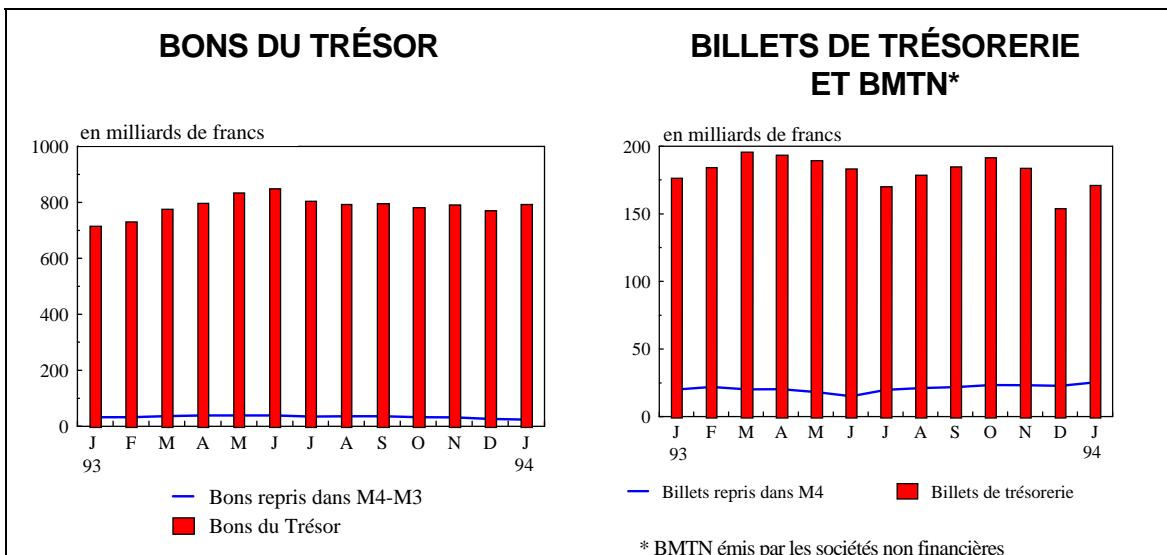
Le montant des certificats de dépôt et des BMTN détenus par les agents non financiers s'est contracté de 23,5 milliards de francs et atteint 304,7 milliards. L'encours global émis a diminué de 62,1 milliards de francs et s'élève à 1 203,1 milliards.



#### **M4 – M3**

L'encours des bons du Trésor détenus par les agents non financiers est revenu de 26,2 milliards de francs à 23,9 milliards. Leur encours total a progressé de 21,9 milliards de francs et s'élève à 791,7 milliards.

Le montant des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par le public a progressé de 2,7 milliards de francs et atteint 25,4 milliards. Leur encours total s'élève à 173,4 milliards de francs.

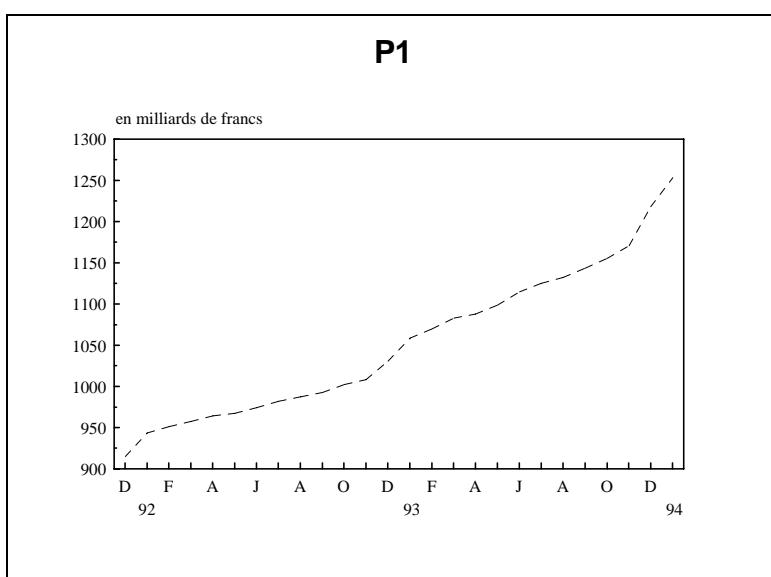


### P1

L'agrégat de placement P1 s'est accru de 35,4 milliards de francs et s'élève à 1 253,4 milliards. Son rythme de croissance sur douze mois s'est de nouveau renforcé (17,6 %, contre 16,5 % à fin 1993).

Le montant des plans d'épargne-logement a progressé de 2,8 % en janvier, après 2,2 % en décembre. Apprécier sur un an, sa progression est également plus soutenue (13,5 %, après 11,6 % à fin 1993). Ce développement est en partie lié à l'annonce de la baisse de la rémunération de 6 % à 5,25 %, annonce qui a incité un certain nombre de ménages à ouvrir un plan avant l'entrée en vigueur des nouvelles conditions.

Les plans d'épargne populaire ont augmenté de 10,5 milliards de francs en janvier et leur encours s'élève à 379 milliards. Leur croissance annuelle demeure élevée (33,4 % à fin janvier).



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

### **6.2.1. Évolution des crédits**

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

## **Vue d'ensemble**

En novembre, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ressortent en légère hausse sur un an, pour le deuxième mois consécutif (0,3 %, après 0,1 % à fin octobre). Cette hausse provient de l'évolution favorable des crédits aux ménages (+ 2,7 %) et aux autres agents (+ 3,8 %), tandis que l'on observe une contraction des crédits accordés aux sociétés (- 2,4 %).

Pour leur part, les crédits des seules banques se sont inscrits en recul, en glissement sur douze mois ( $-3,5\%$ , après  $-2,5\%$  à la fin du mois précédent). Ils ont diminué de  $0,3\%$  au cours du mois de novembre, après s'être accrus de  $0,6\%$  en octobre.

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS <i>(en pourcentage)</i>					
	1992	1993			
	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Novembre
<b>BANQUES</b>					
- Total des crédits .....	3,1	0,7	-0,4	-2,8	-3,5
- Sociétés .....	3,4	0,3	-1,2	-5,2	-7,4
- Ménages .....	0,7	0,4	-0,1	-0,2	-0,5
- Autres agents .....	21,9	7,4	4,5	-2,1	7,4
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
- Total des crédits .....	3,0	0,3	-0,1	-1,1	(e) 0,3
- Sociétés .....	3,0	-0,8	-2,0	-3,8	(e) -2,4
- Ménages .....	0,5	1,3	1,0	1,2	(e) 2,7
- Autres agents .....	11,4	1,9	4,4	5,0	(e) 3,8

## **Les crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique**

Après avoir augmenté de 0,6 % en octobre, l'encours des crédits des banques à l'économie a diminué de 0,3 % en novembre. Cette évolution recouvre une baisse des prêts aux sociétés (- 0,8 %) et une quasi-stabilité des crédits aux ménages (- 0,1 %). Les crédits aux autres agents résidents ont continué à progresser (2,3 %), mais de façon moins marquée qu'en octobre (3,5 %).

<sup>1</sup> Les nouveaux documents issus de la réforme BAFI, entrée en vigueur en janvier dernier, 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. C'est pour cette raison, notamment, que les crédits de trésorerie et la rubrique relative aux autres crédits ont été provisoirement regroupés dans les tableaux illustrant les commentaires. L'évolution des crédits, ventilés par objet et par agent, est donc à interpréter avec prudence.

<b>ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE</b>					
(en pourcentage)					
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1993			1993	
	Septembre	Octobre	Novembre	Octobre	Novembre
	<b>TOTAL</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,5</b>
SOCIÉTÉS	-0,6	1,3	-0,8	-5,3	-7,4
– Investissement des sociétés	1,3	0,3	-1,7	3,7	2,3
– Trésorerie des sociétés	-1,9	1,3	-1,1	ns	ns
– Autres crédits	-0,5	2,7	0,9	ns	ns
MÉNAGES	0,3	-0,5	-0,1	-0,4	-0,5
– Habitat ménages	0,3	0,0	0,1	2,5	2,3
– Trésorerie des particuliers	-3,2	2,1	0,8	-1,1	0,6
– Autres crédits	2,7	-3,2	-1,1	-7,0	-8,1
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	0,0	3,5	2,3	5,8	7,4

ns : Non significatif

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28

Mise à jour le 7 mars 1994

Les crédits d'investissement et de trésorerie ont les uns et les autres concouru à la diminution globale des crédits aux sociétés (-0,8 %), reculant respectivement de -1,7 % et de -1,1 %, tandis que les autres crédits (qui incluent les reclassements en créances douteuses) ont augmenté de 0,9 %. Ces évolutions semblent corroborer les résultats de l'enquête de conjoncture financière du mois de novembre, où il apparaît que les entreprises bénéficient de disponibilités plus larges pour faire face à leurs besoins de financement courants, ce qui diminue la demande globale de crédits de trésorerie. Par ailleurs, les investissements demeurent faibles ainsi que les crédits destinés à les financer.

Au total, le recul sur 12 mois des crédits aux sociétés s'est accentué (-7,4 % en novembre, après -5,3 % en octobre). La progression annuelle des prêts à l'investissement est revenue sur un rythme de 2,3 % (au lieu de 3,7 %).

L'encours des crédits des banques aux ménages s'est très légèrement replié (-0,1 % en novembre, contre -0,5 % en octobre). Les crédits à l'habitat ont quelque peu repris et les crédits de trésorerie aux particuliers ont continué à progresser, mais de façon moins marquée qu'au mois d'octobre (0,8 %, après 2,1 %). Les autres crédits se sont à nouveau réduits, quoique dans de moindres proportions (-1,1 % en novembre, après -3,2 % en octobre).

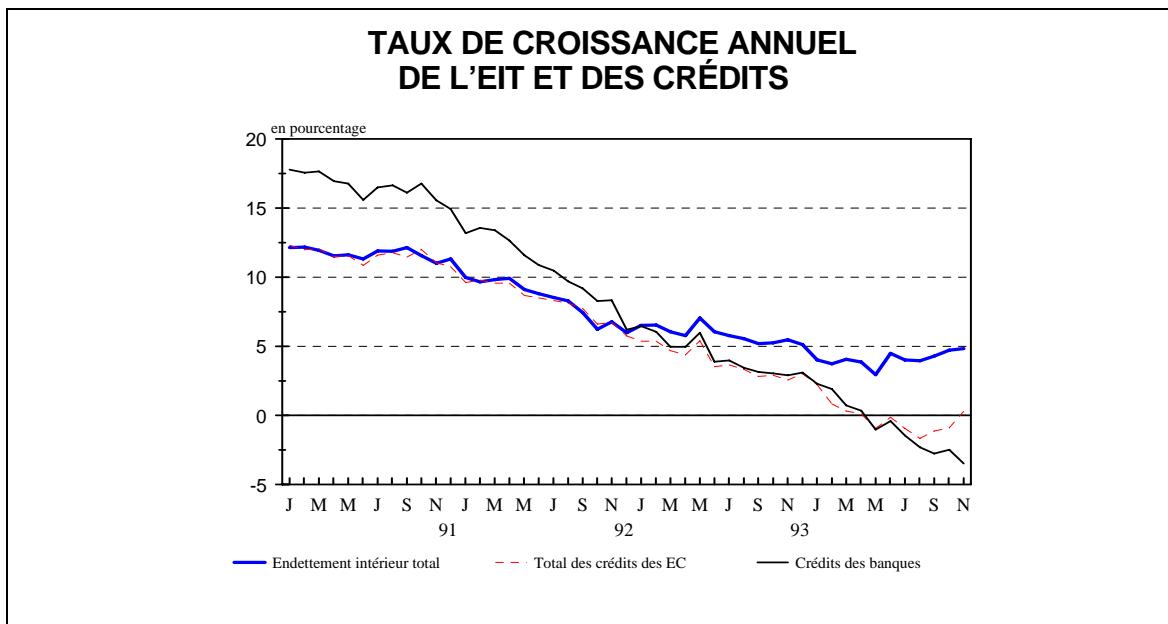
Appréciée sur douze mois, l'évolution des crédits des banques aux ménages est à peu près comparable à celle du mois précédent (-0,5 %, après -0,4 %). Elle recouvre une progression assez régulière depuis plusieurs mois des crédits à l'habitat (2,3 %) et un accroissement plus léger des crédits de trésorerie (0,6 %), qui fait suite à une baisse de 1,1 % au mois d'octobre. Les autres crédits ont continué à diminuer fortement (-8,1 % en novembre, après -7,0 % en octobre).

La progression des crédits aux autres agents a quelque peu ralenti en novembre (2,3 %, après 3,5 % en octobre). Sur un an, leur évolution positive s'est accentuée (7,4 % à fin novembre, après 5,8 % à fin octobre).

### 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin novembre)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total est restée soutenue en novembre (4,8 %), à un rythme proche de celui observé à la fin du mois précédent (4,7 %). La progression de l'endettement de l'État s'est stabilisée (20,0 % en un an à fin novembre, contre 20,2 % à fin octobre). La croissance des financements des ménages s'est légèrement accélérée (2,7 %, après 2,4 % à fin octobre) tandis que la baisse des concours octroyés aux sociétés s'est maintenue à -1,5 %. Dans le même temps, la progression des financements, dont les autres agents économiques — principalement les collectivités locales — ont été les bénéficiaires, s'est légèrement renforcée pour s'établir à 3,5 % l'an (3,2 % à fin octobre).



Le rythme de croissance des financements levés sur les marchés intérieurs est demeuré soutenu en novembre (17,2 %, après 16,9 % à fin octobre).

Le tassement de la croissance des titres émis sur le marché monétaire (8,4 %, après 9,2 % à fin octobre) est imputable à un repli marqué de l'encours des billets de trésorerie par les entreprises (-6,7 %, contre -1,2 % à fin octobre). La progression annuelle du montant de bons du Trésor s'est légèrement accentuée pour atteindre 12,6 % à fin novembre (12,1 % un mois plus tôt).

Sur le marché obligataire, les encours des titres émis par les agents non financiers ont suivi une évolution comparable à celle des mois précédents (22,4 % en novembre, après 21,6 % en octobre et 20,4 % en septembre). Avec une progression de 30,3 % à fin novembre, le rythme de croissance de l'encours émis par l'État est resté proche des variations enregistrées à fin octobre (29,5 %) et à fin septembre (27,6 %). Parallèlement, le montant émis par les sociétés s'est légèrement accéléré en novembre (4,5 %, contre 3,5 % un mois auparavant).

Le rythme de progression des crédits et obligations internationaux s'est légèrement ralenti, revenant en glissement annuel de 6,3 % en octobre à 5,1 % en novembre.

<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b> <i>(variations sur 12 mois, en pourcentage)</i>						
	DONNÉES BRUTES					
	1991		1992		1993	
	Décembre	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre	
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL .....</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	
- État.....	6,7	13,8	21,6	20,2	20,0	
- Ménages.....	2,1	0,5	1,2	2,4	2,7	
- Sociétés (a) .....	7,7	4,3	-2,4	-1,5	-1,5	
- Autres (b).....	8,4	4,3	1,9	3,2	3,5	
CRÉDITS (c) .....	5,5	1,5	0,1	0,2	0,3	
- État.....	2,8	-26,8	31,2	3,2	-0,1	
- Ménages.....	2,1	0,5	1,2	2,4	2,7	
- Sociétés .....	7,6	3,0	-3,8	-2,6	-2,4	
- Autres (b).....	9,1	5,3	2,5	3,9	4,1	
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)..	7,4	15,7	15,5	16,9	17,2	
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	0,9	25,1	7,6	9,2	8,4	
- État.....	1,3	28,3	10,8	12,1	12,6	
- Sociétés .....	-0,5	13,2	-4,6	-1,2	-6,7	
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	11,0	10,8	20,4	21,6	22,4	
- État.....	11,6	14,5	27,6	29,5	30,3	
- Sociétés .....	11,5	4,3	4,2	3,5	4,5	
- Autres.....	-4,5	-13,2	-10,8	-11,2	-9,1	
CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX.....	6,2	14,0	4,8	6,3	5,1	

(a) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés.  
(b) Obtenu par solde. Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des assurances et des APU hors État.  
(c) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents  
(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents

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

Mise à jour le 7 mars 1994

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

# UNE BANQUE DE FRANCE INDÉPENDANTE, POURQUOI ?

Exposé de Denis Ferman, premier sous-gouverneur de la Banque de France, devant les membres du Rotary-Club d'Enghien-les-Bains, le 26 janvier 1994

Bientôt bicentenaire, la Banque de France a tout récemment changé de statut. Est-elle maintenant indépendante ? Est-elle autonome ? Il n'y a pas lieu ici d'introduire un débat sémantique. J'observe d'ailleurs que la plupart des dictionnaires définissent l'indépendance comme un état d'autonomie et l'autonomie comme un état d'indépendance ! En réalité, selon une expression couramment employée au cours des débats parlementaires qui ont eu lieu l'année dernière, le législateur a entendu reconnaître à la Banque de France « l'autonomie nécessaire pour assurer de manière indépendante sa mission monétaire ». La loi du 4 août 1993, complétée par la loi du 31 décembre 1993, a ainsi voulu instituer la Banque de France gardienne de la monnaie — bien commun des français — je cite l'article 1<sup>er</sup> du texte : « dans le but d'assurer la stabilité des prix ». C'est une marque de confiance exceptionnelle.

Un tel changement de statut ne s'est pas fait sans difficulté puisqu'après une première loi, dont certaines dispositions ont été censurées par le Conseil constitutionnel, il a fallu qu'intervienne un deuxième texte législatif.

Je souhaiterais tout d'abord rappeler brièvement les principales raisons qui ont justifié le changement de statut de la Banque. J'essaierai ensuite de préciser ce que signifie de façon concrète l'indépendance voulue par le législateur. Je conclurai mon propos en insistant sur les corollaires de cette indépendance.

## Quelles sont les raisons de l'indépendance ?

Le débat sur l'autonomie de la Banque est une controverse fort ancienne : toute l'histoire de l'institution est largement marquée par la recherche d'un équilibre entre dépendance vis-à-vis de l'État et indépendance.

Dès l'origine, Bonaparte lui-même se montre hésitant. En 1800, il établit en effet une société par actions, indépendante de fait des pouvoirs publics : selon son expression, « la Banque doit être assez entre les mains du Gouvernement et n'y être pas trop ». Mais dès 1806, il corrige son opinion : « la Banque est bien plus à l'Empereur qu'aux actionnaires puisqu'elle bat monnaie » et il nomme à la tête de l'institution un gouverneur et deux sous-gouverneurs révocables à tout moment.

Le balancier ira plus encore vers le renforcement de la présence de l'État à partir de 1936 : la Banque avait été vivement critiquée pour son attitude, au cours des années précédentes, à l'égard de la politique financière et monétaire du Gouvernement. Il est alors créé un Conseil général dont les membres sont nommés par le Gouvernement qui est directement représenté par un censeur. Ce Conseil général se substitue au conseil des 200 familles bien connu. Le mouvement s'accentue en 1945 avec la loi de nationalisation qui transfère la propriété du capital de la Banque à l'État. En revanche, la loi du 3 janvier 1973, qui est restée en vigueur jusqu'au début de cette année, traduit la recherche d'un certain équilibre entre l'influence de l'État et celle de la Banque en faisant de cette dernière « l'institution qui, dans le cadre de la politique économique et financière de la Nation, reçoit de l'État la mission de veiller sur la monnaie et le crédit ».

Le débat sur l'indépendance de la Banque s'est ravivé il y a un peu plus d'un an, et l'année 1994 marque un tournant décisif dans l'histoire de la Banque depuis sa création avec l'institution d'un Conseil de la politique monétaire, chargé de définir la politique monétaire du pays sans pouvoir, selon les termes de l'article 1<sup>er</sup> de la loi, « solliciter ni accepter d'instructions du Gouvernement ou de toute personne ».

Pourquoi cette évolution ?

L'indépendance de la banque centrale est d'abord une exigence — en fait, la pierre angulaire — du traité de Maastricht sur l'Union européenne qui est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 1993, après avoir été ratifié par le dernier des douze États signataires, l'Allemagne.

Cette dernière ratification — j'ouvre ici une courte parenthèse — a été quelque peu tourmentée et a perturbé le propre processus d'indépendance de la Banque. Il a fallu attendre plusieurs mois pour que la Cour constitutionnelle de Karlsruhe (équivalent de notre Conseil constitutionnel) confirme la compatibilité du traité avec la constitution allemande.

Il est vrai que, s'il n'y avait eu que l'exigence de mise en conformité avec les dispositions du traité de Maastricht, l'indépendance de la Banque aurait pu encore attendre. En effet, ce n'est qu'à partir de la troisième phase de l'Union économique et monétaire — celle-ci doit intervenir le 1<sup>er</sup> janvier 1997 au plus tôt, le 1<sup>er</sup> janvier 1999 au plus tard — que les banques centrales nationales devront être indépendantes.

En réalité, l'expérience a montré que l'indépendance de la banque centrale était aussi — et surtout — une exigence de bonne gestion de la monnaie.

Ce que recherchent les marchés financiers internationaux, largement interpenetrés, dans le contexte de l'achèvement du processus de libéralisation des mouvements de capitaux où les agents économiques ont la possibilité d'arbitrer entre différents instruments et entre diverses devises, c'est une assurance contre tout risque de déviation ou de détournement de l'objectif fondamental de la banque centrale : la défense de la valeur de la monnaie. Pour que la volonté des pouvoirs publics de bien gérer la monnaie soit clairement établie, il faut un signe fort car, s'il veut être pertinent, le message monétaire doit être exempt d'ambiguïté. Il y a là bien davantage que le désir de voir remplies un certain nombre de conditions techniques : la garantie recherchée est d'ordre essentiellement psychologique.

L'indépendance de la banque centrale est de nature à donner une crédibilité accrue et un caractère de permanence à la politique de stabilité monétaire. Le Premier ministre a tenu à le souligner lors de l'installation du Conseil de la politique monétaire : « une banque centrale non crédible, peu crédible ou simplement moins crédible à la suite de circonstances diverses et, en particulier, des vicissitudes de la vie politique nationale aura beau s'évertuer à conserver le contrôle de la situation monétaire et à prendre

les mesures les plus rigoureuses : ses efforts seront largement fournis en vain ». C'est la crédibilité qui apparaît maintenant comme étant la valeur-clé, la condition du succès. À cet égard, on peut observer que la « prime de risque » sur les taux à moyen et long termes français a été progressivement éliminée. Nos taux de marché à cinq et dix ans sont en effet aujourd'hui les plus bas — le Japon excepté — parmi les pays du « groupe des sept ».

Au demeurant, tous les pays arrivent progressivement aux mêmes conclusions sur l'opportunité de l'indépendance des banques centrales. Même l'Angleterre qui a longtemps été parmi les plus hésitants a engagé une réflexion dans cette voie.

## Quels sont les traits caractéristiques de cette indépendance ?

L'émancipation voulue par le législateur se manifeste, pour l'essentiel, sur quatre points. Deux d'entre eux ont fait l'objet d'un débat, que j'ai déjà évoqué, devant le Conseil constitutionnel.

Les deux aspects de la loi qui n'ont jamais été conflictuels concernent :

- d'une part, l'indépendance du gouverneur et des sous-gouverneurs, désormais nommés de façon irrévocable — afin d'être à l'abri de toute pression — pour une durée de six ans, renouvelable une fois ;
- d'autre part, l'impossibilité pour la Banque d'autoriser des découverts ou d'accorder n'importe quel type de crédit au Trésor public, ou à tout autre organisme ou entreprise publics.

Cette manifestation, très concrète, de l'indépendance est aussi une exigence du traité de Maastricht. Elle va se traduire dès à présent par un remboursement des avances consenties au Trésor public par la Banque jusqu'à la date d'entrée en vigueur des nouveaux statuts et à l'avenir par le paiement des services rendus à l'État.

Les deux autres aspects de l'indépendance qui ont été débattus devant le Conseil constitutionnel ont respectivement trait à :

– l'institution d'un Conseil de la politique monétaire chargé de définir la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix et de fixer, à ce titre, le cadre des opérations de la Banque. Je précise qu'il y aura bien entendu équilibre des pouvoirs entre le Conseil et le gouverneur, le premier déterminant les orientations de la politique monétaire, le second ayant pour mission de mettre en œuvre ces lignes d'action ;

– l'interdiction pour la Banque, dans l'exercice de ses attributions, de solliciter ou d'accepter des instructions du Gouvernement ou de toute personne ; c'est évidemment essentiel, le Premier ministre l'a souligné en indiquant qu'il s'assurerait personnellement et scrupuleusement de l'application de cette condition.

Être libre de veiller à la valeur de la monnaie implique pour la Banque essentiellement deux facultés :

– pouvoir fixer librement la quantité de monnaie nécessaire au financement des établissements de crédit et les taux auxquels ces liquidités sont accordées ;

– pouvoir intervenir librement sur le marché des changes dans les limites des parités fixées ; il demeure, en effet, du domaine de l'État de fixer les parités du franc et de conclure les accords internationaux après consultation de la banque centrale.

Le progrès est donc indéniable puisque, dans l'un et l'autre des domaines cités, la Banque n'intervenait que sur instruction ou, au mieux, par délégation du Gouvernement.

Cette pratique était logique dans le contexte d'avant Maastricht. Aussi longtemps que les transferts de compétences nécessaires à l'établissement de l'Union économique et monétaire européenne n'étaient pas intervenus, la définition de la politique monétaire constituait en effet, comme l'a indiqué le

Conseil constitutionnel, « un élément essentiel et indissociable » de la politique économique générale. Or, vous le savez, la détermination et la conduite de cette politique incombent, selon les termes des articles 20 et 21 de notre Constitution, au seul Gouvernement. Celui-ci n'a donc pu être dessaisi de ses compétences en matière monétaire qu'après ratification du traité par l'ensemble des pays signataires : la Banque de France pouvait alors — c'était le sens de la décision du Conseil constitutionnel — se voir conférer le pouvoir de définir de façon indépendante la politique monétaire du pays.

Avant de terminer ces développements sur les principaux traits caractéristiques de l'autonomie, je souhaiterais dire quelques mots du Conseil de la politique monétaire, installé solennellement, j'y ai déjà fait allusion précédemment, par le Premier ministre et le ministre de l'Économie, le 7 janvier dernier.

Ce Conseil comprend neuf membres : le gouverneur, qui le préside avec voix prépondérante, les deux sous-gouverneurs et six autres membres, nommés en principe pour neuf ans par décret en Conseil des ministres sur une liste établie par le président du Sénat, le président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique et social. J'ai dit « nommés en principe pour neuf ans » car la loi prévoyant un renouvellement par tiers du Conseil tous les trois ans, un tirage au sort a dû fixer la durée du mandat des membres du premier Conseil qui a été désigné. Le mandat des conseillers est irrévocable mais non renouvelable, leurs fonctions sont exclusives de toute autre activité professionnelle, à l'exception des activités d'enseignement ou de fonctions exercées dans les organismes internationaux : les conseillers ne bénéficiant pas de cette exception seront membres de droit du Conseil économique et social.

Vous savez, la presse s'en étant largement faite l'écho, que ce Conseil comprend un ancien ministre de l'Économie et des finances, un ancien dirigeant de banque, un ancien président de compagnie d'assurances, un professeur d'université, un industriel et un journaliste spécialisé dans les problèmes économiques.

Quels sont les corollaires de l'indépendance ?

J'achèverai mon propos par quelques considérations succinctes sur les corollaires — ou les contreparties — de l'indépendance reconnue à la Banque centrale.

Il est clair tout d'abord — le Gouverneur l'a souligné le 7 janvier — « qu'une banque centrale indépendante n'est pas pour autant une banque centrale sourde ou aveugle ou une institution qui se retrouverait bizarrement hors du champ de la démocratie ».

De ce rappel découlent, me semble-t-il, deux idées.

La première se réfère à la notion de cohérence de la politique économique générale du pays : tout en assumant en effet son indépendance, la banque centrale se doit d'apporter un entier soutien à la politique économique générale du Gouvernement dès lors que celle-ci ne porte pas préjudice à l'objectif fondamental de stabilité des prix. La loi l'indique clairement. Le Gouvernement, par l'intermédiaire du Premier ministre et du ministre de l'Économie, peut faire connaître son point de vue. Ces deux personnalités peuvent participer aux séances du Conseil de la politique monétaire, mais sans voix délibérative.

La seconde idée est celle de la transparence de l'action de la banque centrale : au moins une fois par an, le gouverneur doit adresser au président de la République et au Parlement un rapport sur les opérations de la Banque, la politique monétaire et ses perspectives ; il peut être entendu sur leur demande par les Commissions des finances des deux Assemblées et peut demander à être entendu par elles ; enfin, les Commissions des finances ont connaissance des comptes de la Banque.

Cette dernière remarque renvoie dans mon esprit à l'idée de bonne gestion. Car la Banque de France, ce n'est pas seulement une institution, c'est aussi une entreprise.

On dit souvent, dans un jargon un peu technique, que la Banque de France est désormais la seule des banques centrales des pays développés à disposer de l'ensemble des fonctions d'une « banque centrale de plein exercice ». Cela veut dire très concrètement qu'elle assure à la fois :

- l'émission des billets,
- l'élaboration et la mise en oeuvre de la politique monétaire,
- la surveillance des systèmes de paiement,
- la supervision bancaire.

De surcroît, elle exerce de nombreuses autres activités de service public et d'intérêt collectif, je pense par exemple à la tenue de fichiers sur les entreprises et les particuliers, au secrétariat des commissions départementales chargées d'examiner les situations de surendettement des ménages ou, encore, aux diagnostics financiers que nos succursales réalisent à la demande des entreprises.

Toutes ces activités doivent être assurées au moindre coût pour la collectivité et en faisant preuve de la plus large ouverture d'esprit. Entretenir un dialogue permanent avec l'ensemble des acteurs économiques, c'est également cela le corollaire de l'indépendance.

En définitive, l'indépendance de la Banque de France est-elle vraiment un problème national susceptible d'intéresser les Français ? Oui, même si son importance n'apparaît parfois qu'au second degré.

Tous les Français savent que la Banque de France est la « gardienne de la monnaie ».

Or, si vous leur demandez s'ils sont favorables au maintien de la stabilité des prix, de la valeur de la monnaie, 72 % répondent favorablement contre seulement 11 % de non et 17 % d'indécis, c'est ce qui ressort d'un sondage effectué par la Sofres en janvier dernier.

Si vous leur demandez s'ils pensent qu'une dévaluation du franc contribuerait à relancer l'économie, 52 % disent que non contre 20 % qui répondent favorablement et 28 % d'indécis, telles sont les données que l'on peut retirer d'un autre sondage, effectué cette fois par l'Ipsos en mars dernier.

Dans ces conditions, aucune hésitation n'était plus possible, sur l'un des moyens — essentiel — d'assurer ce que souhaitent les Français en matière monétaire : l'indépendance de leur banque centrale.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en février 1994

### ***Enquête mensuelle de conjoncture — n° 121 — février 1994***

DIRECTION DE LA CONJONCTURE

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

### ***Cahier des titres de créances négociables — janvier 1994***

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

### ***Statistiques monétaires mensuelles — n° 264 — décembre 1993***

DIRECTION DES ÉTUDES ET STATISTIQUES MONÉTAIRES

(Tél. : +33 (1) 42 92 28 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 09)

### ***Les études de la Centrale de bilans***

#### ***Industrie de l'ameublement 1991-1992 — B 94/01***

Prix du numéro : FRF 80 TTC

#### ***Emploi, accumulation et rentabilité financière — B 94/02***

Prix du numéro : FRF 120 TTC

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES

(Tél. : +33 (1) 42 92 35 62 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

### ***Note d'information n° 96 — décembre 1993***

LES BILLETS DE LA BANQUE DE FRANCE

SERVICE DE L'INFORMATION

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

***Enquête financière de la Banque de France — février 1994***

DIRECTION DE LA CONJONCTURE  
(Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 10)  
Prix du numéro : FRF 40 TTC

***Cahiers régionaux Champagne-Ardennes avec supplément sur le comportement des entreprises en 1993 et prévisions 1994 — n° 33 — mars 1994***

BANQUE DE FRANCE CHÂLONS-SUR-MARNE  
Secrétariat régional de Champagne-Ardennes  
(Tél. : +33 26 66 71 10 – Télécopie : +33 26 66 71 09)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Lorraine avec supplément sur le comportement des entreprises de Moselle en 1993 — n° 33 — mars 1994***

BANQUE DE FRANCE METZ  
Secrétariat régional de Lorraine  
(Tél. : +33 87 39 94 00 – Télécopie : +33 87 76 34 80)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Midi-Pyrénées — Supplément à l'enquête rapide de fin d'année sur l'évolution de l'activité des entreprises en 1993 et prévisions 1994***

BANQUE DE FRANCE TOULOUSE  
Secrétariat régional de Midi-Pyrénées  
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Pays de la Loire avec supplément sur le comportement des entreprises en 1993 et perspectives pour 1994 — Hors série n°3 — janvier 1994***

BANQUE DE FRANCE NANTES  
Secrétariat régional des Pays de la Loire  
(Tél. : +33 40 12 53 53 – Télécopie : +33 40 12 53 29)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Bretagne avec enquête sur l'activité des entreprises en 1993 et prévisions 1994 — n° 41 — février 1994***

BANQUE DE FRANCE RENNES  
Secrétariat régional de Bretagne  
(Tél. : +33 99 25 12 12 – Télécopie : +33 99 38 70 87)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Haute Normandie avec supplément sur l'évolution de l'activité des entreprises en 1993 et prévisions 1994 — février 1994***

Banque de France Rouen  
Secrétariat régional de Haute Normandie  
(Tél. : +33 35 52 78 78 – Télécopie : +33 35 52 78 99)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Midi-Pyrénées avec supplément sur le comportement des entreprises mettant en oeuvre du foie gras — résultats 1993 et prévisions 1994 — n° 7 — février 1994***

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

***La question de l'écu ou la monnaie européenne, pour quoi faire ?***

par Jean-Paul Redouin, directeur général adjoint des Services étrangers  
Soirées d'information – Grenoble – le 18 novembre 1993  
Banque de France Grenoble  
(Tél. : +33 76 86 96 96 – Télécopie : +33 76 86 96 86)

***Nouvelles règles du système monétaire européen et perspectives monétaires européennes***

par Jean-Pierre Patat, adjoint au directeur général des Études de la Banque de France

***Réunions mensuelles d'information n° 82 — Toulouse — le 9 décembre 1993***

Banque de France Toulouse  
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)

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

***Commentaires sur les communications présentées à la conférence sur l'économie monétaire et financière organisée par le Centre Paolo Baffi à l'Université Bocconi de Milan, le 5 février 1993***

par Robert Raymond, directeur général du crédit de la Banque de France  
cf. compte rendu de cette conférence publié par l'Université Bocconi.

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

***Une Banque de France indépendante, pourquoi ?<sup>1</sup>***

Exposé par Denis Ferman, sous-gouverneur de la Banque de France  
devant les membres du Rotary-Club, à Enghien-les-Bains, le 22 janvier 1994

<sup>1</sup> Publiée dans ce Bulletin

E T U D E S

# SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES ET ÉVOLUTION DES CRÉDITS

En 1993, la situation financière des entreprises s'est globalement améliorée, en dépit d'une relative dégradation des résultats d'exploitation. Il subsiste toutefois d'importantes disparités entre les firmes, notamment selon leur taille. Cette amélioration est, au niveau macroéconomique, retracée par l'évolution du solde de financement des sociétés qui, pour la deuxième année consécutive, fait apparaître une importante capacité de financement. Cette situation, qui ne s'était jamais produite en France depuis la guerre, est à rapprocher de la diminution des encours de crédit aux sociétés<sup>1</sup> observée en 1993.

Disposant globalement d'une trésorerie importante, les entreprises, qui ont par ailleurs moins accru leurs placements financiers que les années précédentes, ont privilégié le désendettement. L'évolution du crédit en 1993 aurait ainsi largement procédé d'un flux net de demande faible, davantage que d'une offre plus restrictive des intermédiaires financiers ou que du niveau du coût du crédit.

L'importante capacité de financement des entreprises devrait faciliter, en 1994, la reprise de l'investissement.

---

SYLVIE CARAT  
*Direction de la Conjoncture*  
*Service des Synthèses Conjoncturelles*

JEAN-PIERRE BARILLAS  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

---

<sup>1</sup> Le secteur des sociétés qui est utilisé pour les ventilations des crédits par agent bénéficiaire ne comprend pas les entrepreneurs individuels.

## CAPACITÉS ET BESOINS DE FINANCEMENT

**Graphique non disponible**

Source : INSEE

Réalisation : Banque de France  
DEER – SEMEF – Tél. : +33 (1) 42 92 28 80

Mise à jour le 11 mars 1994

## En 1993, les sociétés ont, pour la deuxième année consécutive, dégagé une capacité de financement

Cette évolution, intervenue en dépit d'une dégradation des résultats d'exploitation au premier semestre, résulte d'une forte contraction des stocks et d'une diminution des investissements.

### *Les résultats d'exploitation se sont dégradés au premier semestre 1993 mais se sont redressés au second*

*Sur l'ensemble de l'année, l'excédent brut d'exploitation (EBE) aurait été globalement stable et le taux de marge des sociétés (EBE/Valeur ajoutée) n'aurait perdu que 0,5 point environ par rapport à 1992.*

Un certain nombre de facteurs ont contribué à limiter, puis à endiguer, la dégradation de l'EBE :

- une légère reprise du volume des ventes dès le deuxième trimestre ;
- surtout, une gestion drastique des coûts d'exploitation : sur l'année, les coûts unitaires de production ont enregistré, en effet, une nette décélération (+ 0,8 % après + 2,6 % en 1992), qui tient à la fois à la baisse des effectifs (- 3,5 % dans l'industrie) et au ralentissement de la progression du taux de salaire horaire (+ 2,3 % après + 3,5 % en 1992).

Dans le même temps, le coût des approvisionnements s'est allégé : en moyenne sur un an, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées a reculé de 3,6 % et le prix du pétrole brut a diminué, selon l'indice retenu, de 10 % à 12 %. L'impact positif de l'évolution des prix des produits de base sur la rentabilité a été noté dans tous les secteurs d'activité mais, selon l'INSEE, s'est révélé fortement croissant avec la taille des entreprises.

### *La situation financière des entreprises s'est toutefois améliorée en 1993, essentiellement en fin d'exercice*

Pour passer de l'EBE à la situation financière des entreprises, il convient de prendre en compte notamment les charges fiscales au titre de l'impôt sur les sociétés, les frais financiers, la constitution des stocks et l'investissement.

Plusieurs facteurs ont contribué à améliorer la situation financière des entreprises :

- une gestion précise des stocks a réduit le besoin de fonds de roulement. Tous les secteurs industriels ont, en effet, procédé à un déstockage important en 1993 et les enquêtes les plus récentes montrent que les stocks ont désormais atteint un niveau jugé normal ;
- le bas niveau d'utilisation des capacités de production et la morosité des perspectives de demande ont entraîné une forte chute de l'investissement productif (- 15 % pour l'industrie en 1993) ;
- un allégement des frais financiers a été constaté. Les taux moyens appliqués aux crédits aux entreprises ont diminué à un rythme accéléré au second semestre.

Des disparités sont à noter, toutefois, selon la taille des entreprises considérées : en fin d'année, si la contrainte de trésorerie s'est sensiblement desserrée pour les PME, elle semble avoir disparu pour les grandes entreprises. De même, la baisse des frais financiers a été plus prononcée pour les grandes firmes ; enfin, la plupart des grandes entreprises se sont efforcées de mieux contrôler les conditions consenties à la clientèle.

Au total, sur l'année, le taux d'autofinancement des entreprises, qui aurait progressé d'une année à l'autre, excéderait largement 100 %. Pour la première fois depuis la guerre, les firmes avaient dégagé une capacité de financement en 1992. Celle-ci s'est encore accrue en 1993 : en pourcentage du PIB, elle serait passée de 1,1 % en 1992 à 1,9 %.

## LES CRÉDITS DES BANQUES AUX SOCIÉTÉS

**Graphiques non disponibles**

## La demande de crédits des sociétés a été faible en 1993

Appréciés en glissement annuel, les encours de crédit aux sociétés distribués par l'ensemble des établissements de crédit se sont régulièrement contractés depuis le mois de mars. Cette diminution s'est nettement accentuée au cours de l'été jusqu'à atteindre - 3,8 % à fin septembre. Depuis lors, toutefois, le rythme de décroissance de l'encours des crédits s'est sensiblement ralenti pour s'établir à - 2,4 %, sur douze mois, à fin novembre.

L'examen des évolutions par catégories de crédit (disponibles seulement pour les crédits distribués par les banques) fait apparaître que le recul observé est imputable à une contraction des crédits de trésorerie, alors que la distribution des prêts à moyen et long terme reste plus soutenue. Ainsi, en données désaisonnalisées, l'encours des crédits de trésorerie a connu une réduction tout au long de l'année, avec une brutale diminution en août, suivie d'une orientation plus favorable au cours des trois derniers mois et, notamment, une reprise marquée en octobre. Ces évolutions accréditent l'idée que les entreprises ont, jusqu'à une période récente, réduit au minimum le recours au crédit bancaire et privilégié leurs ressources propres pour financer leur exploitation courante.

L'évolution des crédits d'investissement est apparue, en revanche, mieux orientée, compensant partiellement les effets du repli des autres catégories de concours. Stable ou en légère progression durant la majeure partie des onze premiers mois de l'année, l'encours de ces crédits enregistre une faible variation positive (2,3 %) en glissement annuel à fin novembre. Cela peut a priori sembler contradictoire avec le sensible recul de l'investissement. En fait, le caractère plus avantageux de certains taux à moyen et long terme par rapport à des taux à court terme encore élevés, en début d'année, a certainement été à l'origine d'aménagements de plans de financement et d'allongements des échéances des concours.

Le recours modéré des entreprises au crédit — et même, selon les chiffres qui viennent d'être cités, leur désendettement vis-à-vis des institutions financières — reflète un faible besoin de concours externes, notamment pour la trésorerie courante, qui est à rapprocher du fait que, en 1993, pour la deuxième année consécutive, les sociétés ont présenté une exceptionnelle capacité de financement (cf supra). Pour 1994, on estime que, de nouveau, les comptes des sociétés se solderont, globalement, par une capacité de financement, grâce à l'amélioration des résultats d'exploitation et en dépit d'un redressement de l'investissement.

L'amélioration des comptes financiers des sociétés, qui s'explique donc en partie par la faiblesse de leurs emplois (cf. supra), est également à rapprocher du solde de financement des administrations. Dès lors que le besoin de financement global de la Nation ne s'accroît pas, le déficit des administrations correspond à un transfert de ressources au profit des autres agents économiques et notamment des entreprises. Une illustration concrète de ce transfert de ressources apparaît avec les incidences du remboursement des avances sur TVA, précédemment consenties par les entreprises, qui a élargi la trésorerie de ces dernières au détriment du solde financier des administrations. L'évolution du taux des prélevements obligatoires, qui a baissé de 44,1 % du PIB en 1991 à 43,7 % en 1992, puis à 43,6 % en 1993, confirme cette analyse. Cette interdépendance apparaît également dans l'évolution de l'endettement intérieur total où la croissance des financements de marché, essentiellement au profit de l'État, compense la stagnation du crédit.

Au total, le ralentissement de la distribution du crédit aux sociétés paraît correspondre à un moindre besoin de financement externe de leur part bien plus qu'à une offre plus restrictive des établissements de crédit. On doit d'ailleurs remarquer que la faible demande de crédit et le désendettement sont eux-mêmes source d'amélioration, toutes choses égales par ailleurs, de la situation financière globale. Quant aux taux d'intérêt, ils ont en 1993 significativement baissé. Les taux du marché monétaire (taux à 3 mois) ont diminué de 5,6 % et les taux à long terme de 2,3 % ; ils se situaient au début de 1994 respectivement à 6,5 % et 5,7 %, soit des niveaux historiquement bas.

# LES RAPPORTS PUBLIÉS PAR LES BANQUES CENTRALES CONCERNANT LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT

Les banques centrales ont, depuis plusieurs années, élaboré et publié plusieurs ouvrages concernant les systèmes de paiement. L'ensemble de ces documents, qui font l'objet ci-après d'une courte présentation, sont disponibles, en version française ou anglaise, auprès de la Banque de France<sup>1</sup>.

YVON LUCAS  
*Direction des Moyens de paiement  
scripturaux et des systèmes d'échange*

Depuis plusieurs années, les banques centrales ont procédé à des nombreuses études dans le domaine des systèmes de règlement interbancaires. Cet effort de réflexion s'explique par l'accroissement du rôle joué par ces systèmes pour la stabilité et l'efficacité des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble. La disparition de la plupart des obstacles d'ordre réglementaire aux échanges de capitaux entre les différentes places financières a, en particulier, favorisé l'augmentation rapide de la valeur des paiements échangés par ces systèmes et accru leur interdépendance. L'intégration européenne nécessite par ailleurs une réflexion spécifique de la part des banques centrales afin de prendre en compte les besoins résultant de la mise en oeuvre du marché unique ou la perspective de l'union monétaire.

Les banques centrales du groupe des Dix (« G10 »), réunies au sein de la Banque des règlements internationaux, ou les banques centrales européennes dans le cadre du Comité des gouverneurs, ont donc procédé ces dernières années à la publication de rapports qui sont présentés ci-après.

<sup>1</sup> Direction des Moyens de paiement scripturaux et des systèmes d'échange – CLIP  
Tél. : +33 (1) 42 82 44 88  
Adresse courrier :  
BANQUE DE FRANCE  
09-1074 SRIGE  
75049 PARIS CEDEX 01

## 1. Les publications de la Banque des Règlements Internationaux

### 1.1. « *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du groupe des dix* »

En 1989, un Comité, présidé par M. Lamfalussy ancien directeur général de la BRI, a été chargé d'analyser les conséquences de la mise en oeuvre de dispositifs de compensation transfrontières et multidevises. Les banques centrales éprouvaient en particulier le besoin de définir une position commune face aux projets de développement de dispositifs de compensation qui étaient portés à leur connaissance.

Le rapport du Comité, dit rapport « Lamfalussy », qui a été publié en novembre 1990, a retenu six normes minimales que doivent respecter les systèmes de compensation afin de limiter le plus possible les risques liés à la défaillance d'un participant à ces systèmes. Ceux-ci doivent en particulier reposer sur des bases juridiques solides, quelles que soient les juridictions concernées, et comporter des mécanismes de contrôle des risques permettant de faire face à la défaillance du participant présentant la position débitrice la plus élevée. Par ailleurs, le Comité a considéré que la responsabilité première en matière de dispositifs de prévention des risques de liquidité et de crédit incombe aux participants eux-mêmes aux systèmes de compensation, auxquels il appartient de définir des techniques de gestion des risques qui soient compatibles avec les normes minimales.

Les banques centrales se réfèrent désormais à ce cadre normatif pour juger de la solidité des dispositifs de compensation de paiement ou de contrats (par exemple de contrats de change), pour les systèmes transfrontières pour lequel il a été élaboré, mais également de plus en plus pour les systèmes nationaux, c'est en particulier le cas pour les systèmes de compensation des pays de l'Union européenne (cf. ci-après).

Les gouverneurs avaient demandé que les réflexions du Comité Lamfalussy soient poursuivies dans deux domaines: les dispositifs de règlement-livraison d'opérations sur titres, d'une part, et les services de règlement des banques centrales, d'autre part.

### 1.2. « *Livraison contre paiement dans les systèmes de règlement de titres* »

Un groupe de travail, présidé par M. Parkinson de la Direction des recherches et statistiques du Board des gouverneurs du Système de réserve fédéral américain, a procédé à l'analyse des risques spécifiques pouvant exister dans les systèmes de livraison et de règlement de titres, ainsi que des liens de ces derniers avec les systèmes de paiement.

Cette analyse a été développée à partir de trois modèles principaux d'organisation des systèmes de livraison contre paiement d'opérations sur titres, selon que les livraisons des titres ou les règlements sont effectués transaction par transaction (de façon « brute ») ou par compensation.

Le groupe de travail, dont le rapport d'analyse a été publié en septembre 1992, a estimé que les normes Lamfalussy constituaient un cadre efficace d'analyse pour ces systèmes, mais que ceux-ci présentaient néanmoins des particularités par rapport aux systèmes de compensation qui pouvaient nécessiter certaines adaptations de ces normes.

### 1.3. « *Services de paiement et de règlement de banque centrale pour les opérations transfrontières multidevises* »

Un groupe de travail, présidé par M. Noël de la Banque centrale du Canada, a été constitué afin d'examiner les services que les banques centrales pourraient envisager d'offrir pour contribuer à réduire les risques et améliorer l'efficacité des opérations transfrontières et multidevises. Ces risques proviennent en particulier du fait que les deux composantes d'une opération de change font appel à des systèmes de paiement différents dans chacun des pays concernés. Il en résulte donc une incertitude sur la bonne fin des règlements pendant un délai plus ou moins long, jusqu'à ce que l'une et l'autre des deux composantes de l'opération aient été réglées irrévocablement.

Pour diminuer ces risques le groupe de travail a analysé quatre solutions possibles :

- la mise en oeuvre dans les systèmes de paiement nationaux de la possibilité d'effectuer des règlements irrévocables dans un bref intervalle de temps par utilisation, par exemple, de systèmes à règlement brut en temps réel dont les règlements sont effectués sur les livres de la banque centrale ;
- l'allongement des heures de fonctionnement des systèmes de règlement de façon, en particulier, à atténuer ou à supprimer les effets du décalage horaire ;
- l'établissement de liens transfrontières entre certains systèmes de règlement, afin de lier le règlement des deux composantes des opérations multidevises ;
- et, enfin, la création de services de règlement multidevises qui seraient assurés par un agent commun ou par une banque centrale agissant sur mandat des banques centrales d'émission concernées.

Pour chacune de ces solutions le groupe a analysé les conséquences possibles sur la politique monétaire, sur les marchés et sur la compétitivité.

La publication du rapport du groupe de travail est intervenue en septembre 1993, le Comité des gouverneurs du G10 ayant décidé de le rendre public afin de favoriser les réflexions relatives aux moyens de parvenir à réduire les risques liés aux opérations internationales.

#### ***1.4. « Les systèmes de paiement des pays du groupe des dix »***

Les banques centrales publient périodiquement un document relatif aux systèmes de paiement des pays du G10, connu sous l'appellation de « Red book ». La dernière édition a été publiée, en version anglaise, au mois de février 1994. Une traduction en français, effectuée par la Banque de France, sera prochainement disponible.

Cette nouvelle édition est beaucoup plus complète que la précédente (publiée en avril 1989). Elle comporte, pour chaque pays, outre des statistiques très complètes, une description du cadre institutionnel, des moyens de paiement utilisés, des systèmes d'échange, des systèmes de règlement pour les opérations internationales ou pour les titres et du rôle de la banque centrale. Par ailleurs, un chapitre spécifique concerne les systèmes transfrontières.

Une mise à jour des tableaux statistiques est publiée chaque année par la BRI.

### **2. Les publications du Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté européenne**

Le Comité des gouverneurs a créé, en 1991, un groupe de travail sur les systèmes de paiement qui a été chargé d'examiner les questions communes intéressant les banques centrales de la Communauté européenne . Le groupe s'est appuyé sur une description précise des différents systèmes de paiement, à laquelle il a procédé, pour définir des principes communs que doivent désormais respecter ces systèmes.

#### ***2.1. « Les systèmes de paiement des États membres de la Communauté économique européenne »***

La description des systèmes de paiement des pays de la Communauté figurent dans un ouvrage, connu sous le nom de « Blue book », qui a été publié en septembre 1992. Ce document se présente de la même manière que le Red Book qui vient d'être publié par la BRI (cf. ci-dessus), la présentation de ce dernier s'étant assez largement inspirée de celle retenue pour le « Blue Book » dont la publication est antérieure. Cette description fait ressortir la forte hétérogénéité qui existe dans les structures, l'organisation et les règles de fonctionnement des différents systèmes de paiement.

## 2.2. « *Les caractéristiques minimales communes des systèmes de paiement nationaux* »

Le Comité des gouverneurs a adopté les conclusions d'un rapport sur les caractéristiques minimales communes que devraient présenter les systèmes de paiement existant dans les États membres. Ce rapport, qui a été publié en novembre 1993, fait suite à une étude, dans le cadre du marché unique et dans la perspective de l'Union économique et monétaire, menée à la demande des gouverneurs face au constat des fortes disparités actuelles et qui pourraient constituer un obstacle à l'intégration européenne.

Pour remédier à cette situation, dix principes ont été arrêtés. Ils concernent la participation aux systèmes de paiement, la prévention des risques interbancaires, les questions juridiques, la standardisation et les infrastructures techniques, la tarification des services assurés par les banques centrales et les heures d'ouverture des systèmes.

En particulier pour réduire les risques liés aux règlements interbancaires, chaque État membre doit disposer d'un système à règlement brut en temps réel dans lequel devront être échangés le plus possible de paiements de montants élevés. Un système à règlement net de gros montant peut également coexister avec le système brut à la condition qu'il soit en conformité avec les normes minimales Lamfalussy (cf. ci-dessus).

Ces principes servent désormais de guide à l'action que les banques centrales de l'Union européenne et l'Institut monétaire européen mènent dans ce domaine en concertation avec les communautés bancaires nationales. Cette démarche témoigne également d'une forte convergence dans l'approche suivie par les banques centrales à l'égard de la maîtrise des risques dans les systèmes de paiement.

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# LA DURÉE D'UTILISATION DES ÉQUIPEMENTS DANS L'INDUSTRIE EN 1993

La Banque de France a réalisé, en septembre 1993, par l'intermédiaire de son réseau de succursales, une enquête sur la durée d'utilisation des équipements productifs dans l'industrie.

2 236 entreprises ont répondu au questionnaire portant sur les évolutions constatées entre septembre 1992 et septembre 1993 et sur les prévisions pour la période septembre 1993 – septembre 1994. Les résultats de cette enquête, qui sont largement influencés par la date à laquelle elle a été menée, sont résumés dans ce document.

---

YVES LECOUPEUR

*Direction des Entreprises*

*Observatoire des entreprises*

---

CORINNE GODIN

*Direction de la Conjoncture*

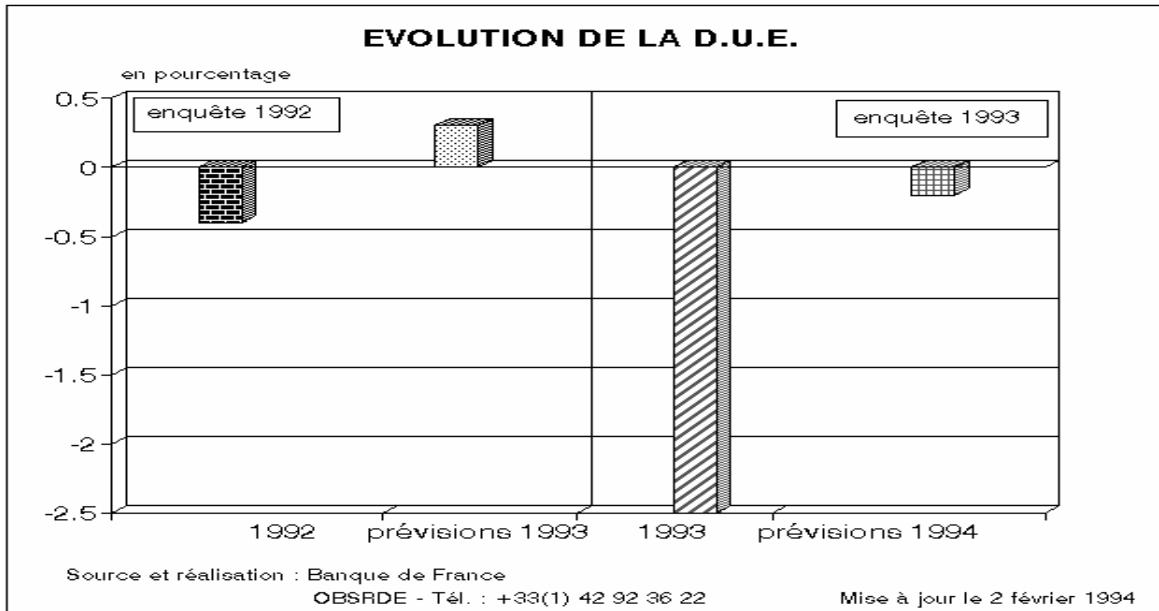
*Service des Synthèses conjoncturelles*

Pour la deuxième année consécutive, la durée d'utilisation des équipements industriels (DUE) s'est inscrite en retrait et le recul s'est accentué (– 0,4 % en 1992, – 2,5 % en 1993). Le coup d'arrêt porté, en 1992, à sa progression, continue depuis 1984, a donc été nettement confirmé.

Sensible quelle que soit la taille de l'entreprise, la diminution de la DUE a été plus marquée dans les grandes firmes. Alors qu'elles étaient, en 1992, relativement plus optimistes que les PME dans leurs prévisions d'évolution (+ 0,4 %, contre + 0,2 %), près du tiers d'entre elles ont réduit leur DUE.

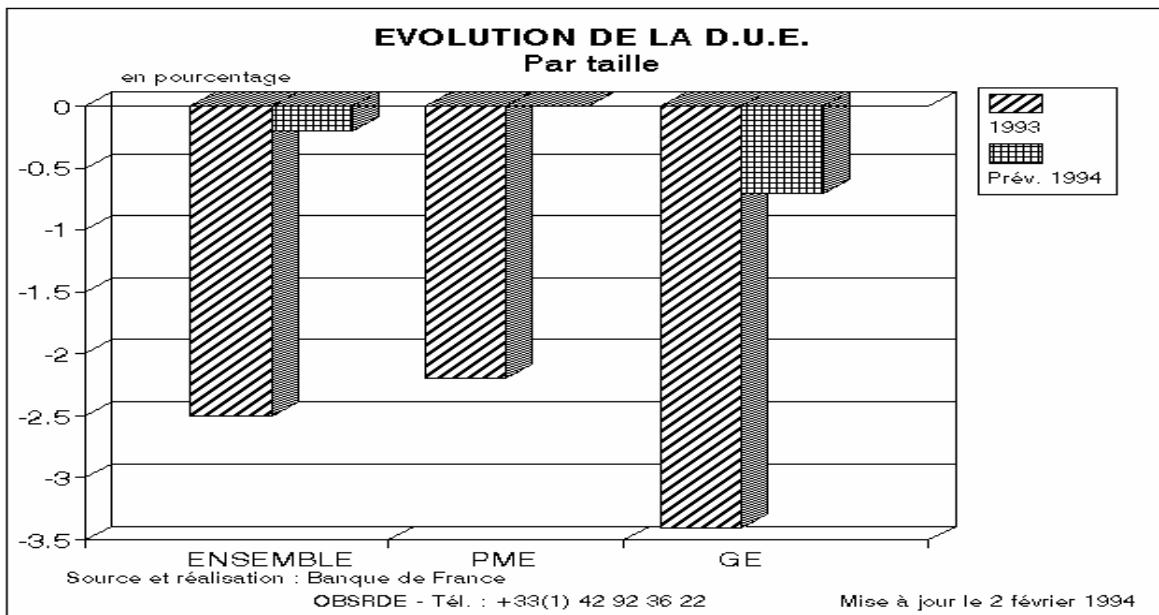
## ENQUÊTES

## La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1993



En 1993, la contraction des débouchés a obligé plus du quart des chefs d'entreprise interrogés à diminuer la durée du travail, à moins recourir au travail posté et à mettre en place des mesures de chômage partiel. L'emploi des mêmes modalités (ou voies) de réduction de la DUE, avec une nette préférence pour la première d'entre elles (horaires de travail allégés), est envisagé pour 1994 dans un peu plus de 15 % des entreprises.

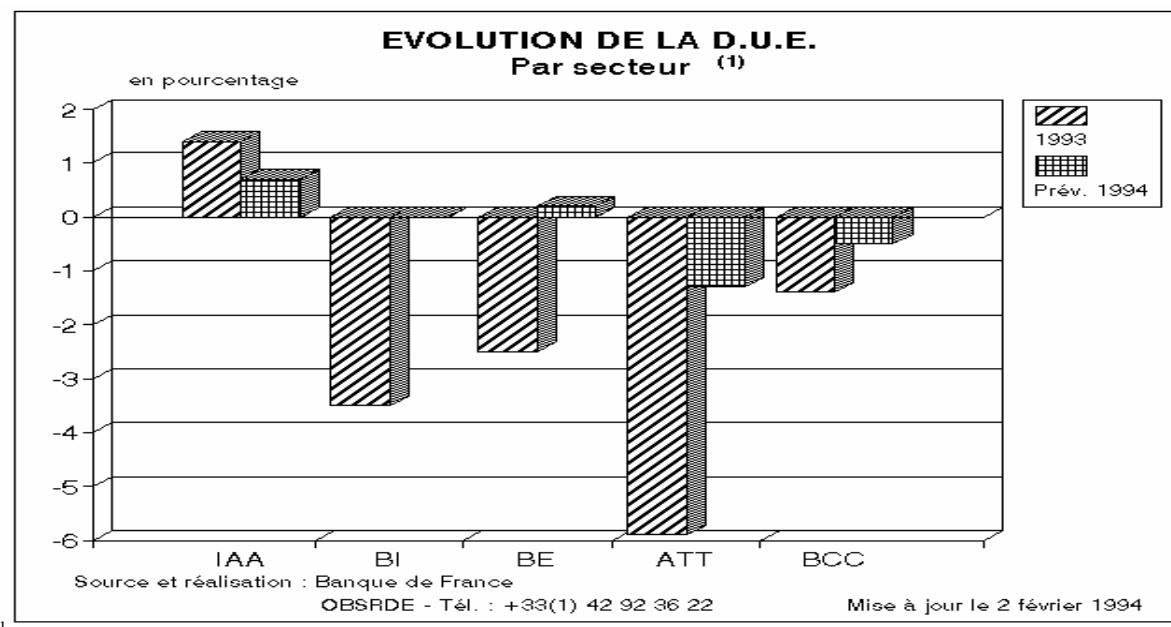
C'est ainsi qu'une faible baisse (- 0,7 %) est attendue dans les entreprises employant plus de 500 salariés, alors que la stabilité devrait prévaloir dans les autres unités. Globalement, la DUE ne devrait décroître que de 0,2 % mais le décalage entre anticipations — qu'elles soient haussières ou baissières — et réalité a toujours été, les années précédentes, important.



## 1. Évolution de la durée d'utilisation des équipements (DUE) par secteur

Encore en progression sensible dans les industries agro-alimentaires (+ 1,4 %), la DUE a diminué plus ou moins fortement dans tous les autres secteurs. La plus forte baisse a été enregistrée dans les moyens de transport terrestre (- 5,9 %), secteur qui, l'année précédente, n'avait accusé qu'un recul limité (- 0,4 %). Dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement, la réduction de la DUE a été moins prononcée (respectivement - 3,5 % et - 2,5 %), mais, par rapport à l'année précédente, l'ampleur de la diminution a sensiblement augmenté (respectivement - 0,9 % et - 0,6 %).

En 1994, la DUE devrait progresser dans les biens d'équipement et, surtout, dans les industries agro-alimentaires. En revanche, la stabilité prévaudrait dans les biens intermédiaires et de nouvelles diminutions seraient constatées dans les moyens de transport terrestre et les biens de consommation courante.



## 2. Modalités retenues pour diminuer la durée d'utilisation des équipements

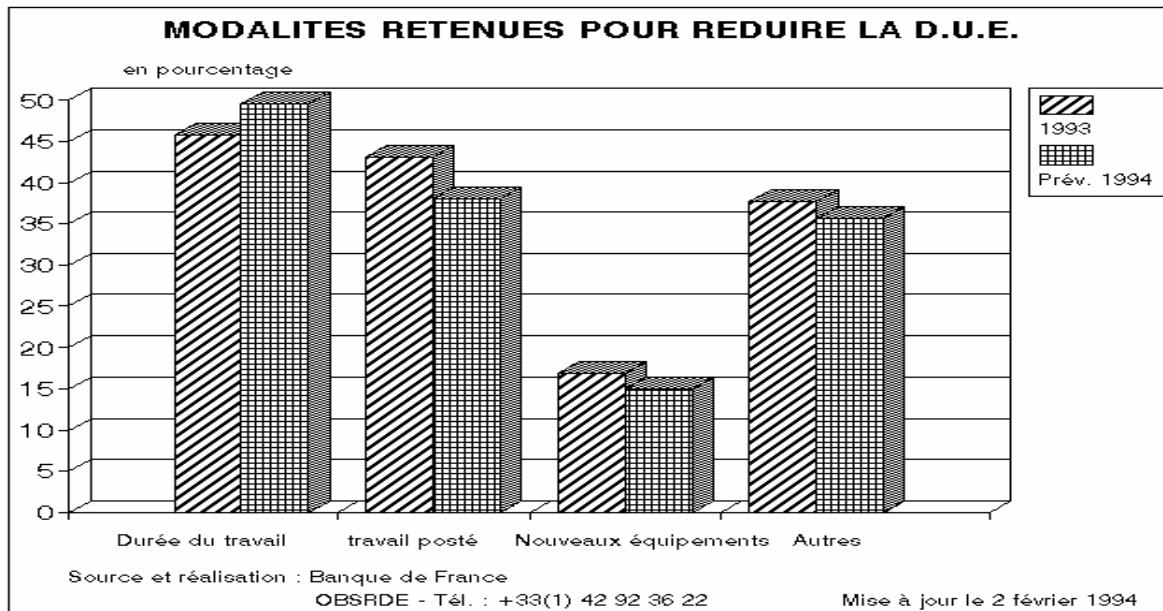
Le quart des entreprises interrogées — exactement 562 sur 2 236 — a réduit sa DUE<sup>2</sup>. Pour ce faire, elles ont, en priorité, limité la durée du travail (45,7 % d'entre elles) et, à peu près dans les mêmes proportions, restreint le recours au travail posté (43,1 % des firmes). Cette hiérarchie des moyens d'action correspond, en fait, à celle adoptée par les PME avec une préférence nettement marquée pour les diminutions d'horaires (47,3 % d'entre elles). Dans les grandes entreprises, par contre, le premier facteur d'ajustement a été, encore plus qu'en 1992, le travail posté (dans 55,7 % des firmes).

Les « autres modalités » ont constitué, dans 37,6 % des cas, la troisième solution pour ajuster la DUE. Le détail de ce poste « divers » n'est pas précisé dans l'enquête, mais, par d'autres rubriques, il est possible de se rendre compte que les mesures de chômage partiel ont représenté les dispositions les plus employées et les plus directement efficaces.

<sup>1</sup> IAA : industries agro-alimentaires, BI : biens intermédiaires, BE : biens d'équipement, ATT : automobiles et autres matériels de transport terrestre, BCC : biens de consommation courante

<sup>2</sup> 257 entreprises ont augmenté leur DUE, 1 417 ne l'ont pas modifiée.

La réduction de la durée du travail a été, en premier, retenue par les fabricants de biens intermédiaires, de biens d'équipement et, surtout, par les producteurs de biens de consommation. Les constructeurs de matériels de transport ont, par contre, pour près des trois quarts d'entre eux, restreint le travail posté. Dans une fraction minoritaire des industries agro-alimentaires, la mise en place de nouveaux équipements plus performants a été la principale cause de diminution de la DUE.



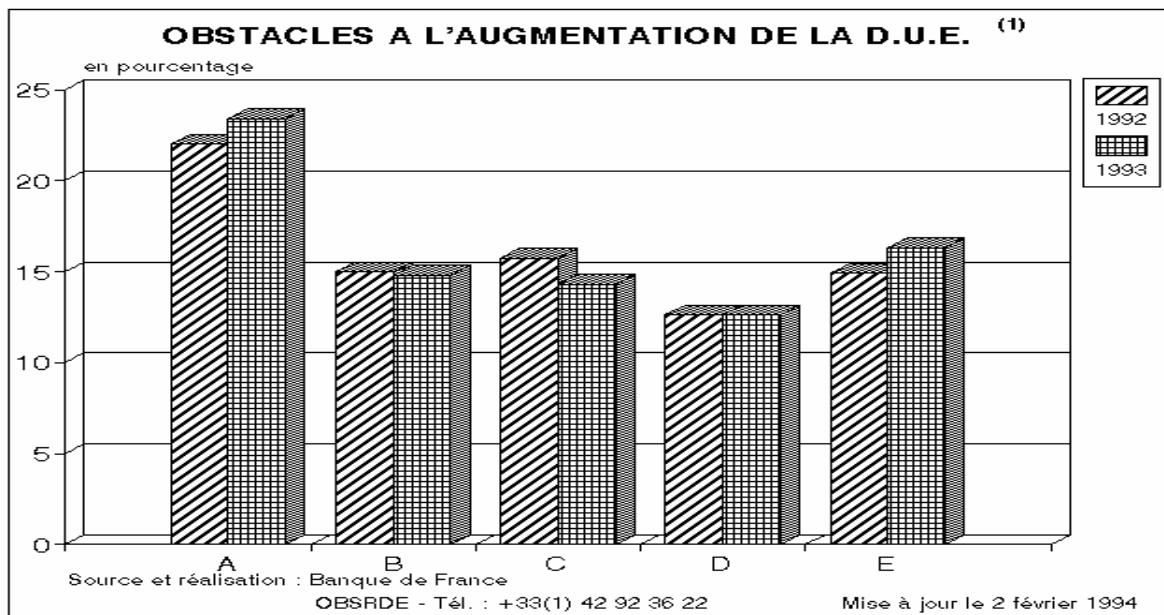
Pour 1994, 278 entreprises ont prévu une baisse de leur DUE. Elle devrait être le résultat, par ordre d'importance décroissante, d'une réduction des horaires de travail, d'un moindre recours au travail posté et de l'adoption d'autres solutions, telles que le chômage partiel, la non-récupération des « ponts »... Cette priorité accordée à l'action sur la durée du travail se vérifierait quelle que soit la taille de l'entreprise. Elle devancerait les « autres modalités » dans les PME et le travail posté dans les grandes firmes.

La diminution des heures ouvrées serait ainsi la solution la plus fréquemment employée par les chefs d'entreprise dans toutes les branches d'activités sauf les industries agro-alimentaires. Dans les biens intermédiaires et la construction de matériel de transport terrestre, elle occuperait la première place devant le travail posté ; dans les biens d'équipement et les biens de consommation courante, ce serait devant les autres modalités. En revanche, chez les industriels de l'agro-alimentaire, les modifications du travail posté seraient un peu plus utilisées que les autres moyens d'action.

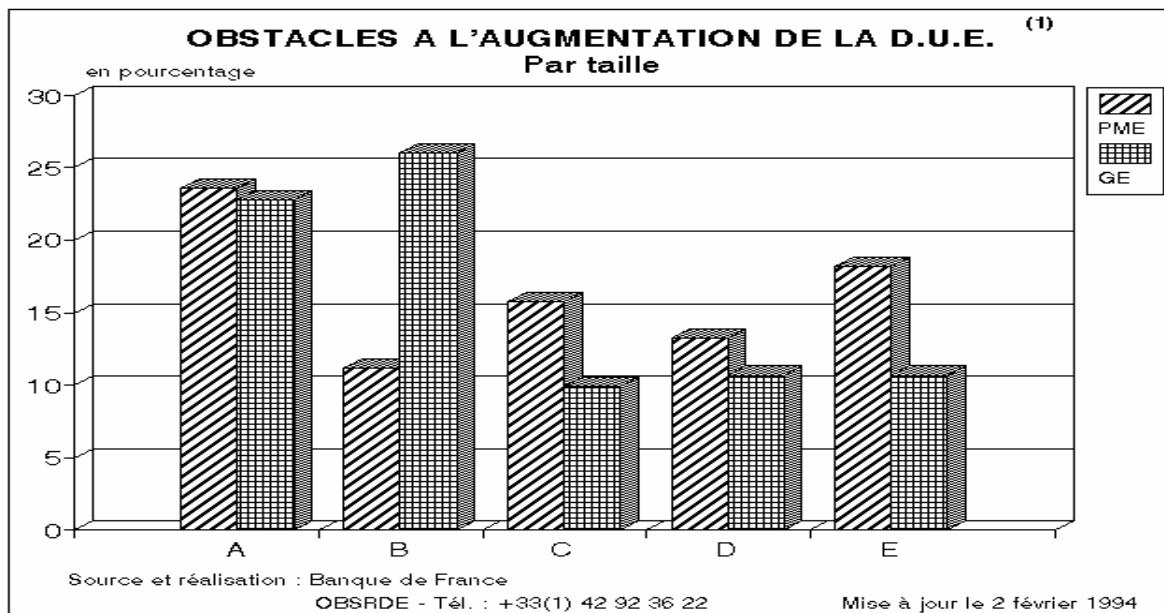
### 3. Un allongement de la durée d'utilisation des équipements se heurterait à plusieurs obstacles

Dans l'hypothèse où la situation économique le permettrait, 39,1 % des 2 236 entreprises interrogées désireraient allonger leur DUE mais n'y parviendraient pas. Les PME seraient nettement moins gênées que les grandes firmes, parce qu'elles seraient moins nombreuses à vouloir augmenter leur DUE et que la proportion d'empêchements jugés définitifs par le chef d'entreprise y serait moins élevée. Par rapport à 1992, le classement des obstacles à l'accroissement de la DUE par ordre d'importance décroissante s'est légèrement modifié : les réticences du personnel occupent toujours — et encore plus nettement — la première place, avec 23,4 % des réponses ; par contre, les dispositions législatives et réglementaires tendent à devenir la deuxième source de difficultés (dans 16,3 % des cas) alors que les positions syndicales (dans 14,8 % des cas) et, surtout, l'absence de personnel qualifié (dans 14,3 % des cas)

apparaissent quelque peu en retrait ; les problèmes techniques, avec un pourcentage de réponses inchangé (12,6 %) d'une année à l'autre, demeurent le dernier frein important, devant les goulots d'étranglement sur les approvisionnements (6,2 % des cas).

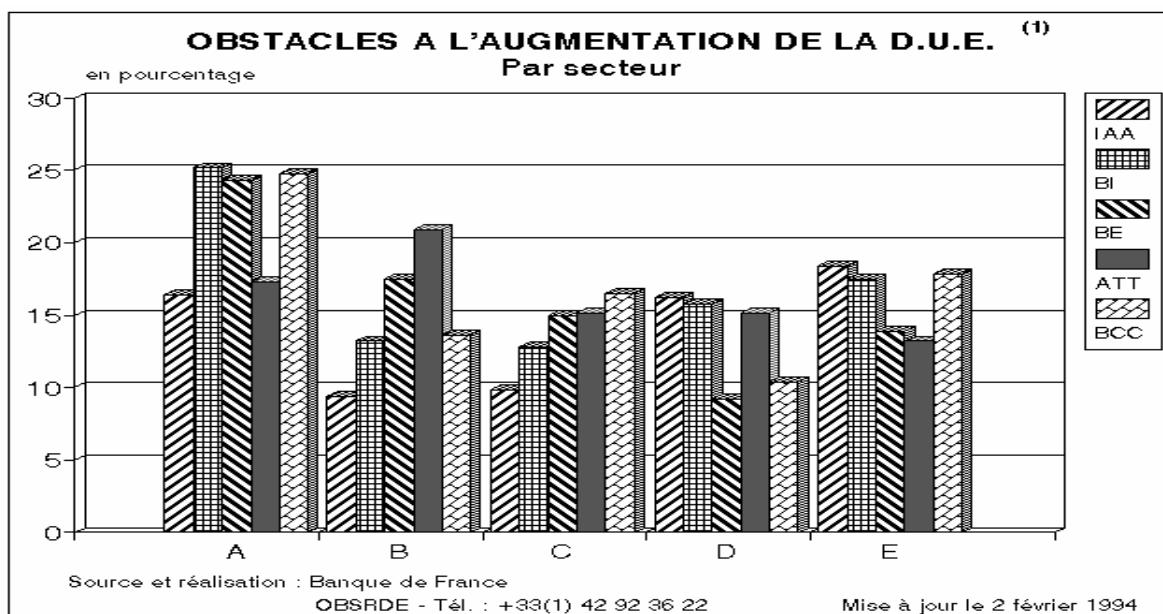


La hiérarchie des principaux obstacles varie selon la taille de l'entreprise : les PME s'en écartent par la faiblesse de l'opposition syndicale (11,2 % des cas) ; par contre, dans les entreprises employant plus de 500 salariés, les syndicats se montrent les plus hostiles (syndicats 26 %, personnel 22,8 %) à un allongement de la DUE, tandis que les difficultés techniques (10,7 %), les dispositions législatives ou réglementaires (10,7 %) et le manque de main-d'œuvre qualifiée (9,9 %) ne posent pas trop de problèmes.



<sup>1</sup> Légende des graphiques : A : réticences du personnel, B : positions syndicales, C : absence de personnel qualifié, D : difficultés techniques, E : obstacle législatif ou réglementaire

La gêne apportée par les différents obstacles apparaît également variable suivant les secteurs d'activité. Dans les biens intermédiaires et les biens de consommation, les réticences du personnel demeurent la principale source d'empêchement, devant les dispositions législatives ou réglementaires. Elles conservent également cette première place dans les biens d'équipement, devant le refus des syndicats. En revanche, dans les industries agro-alimentaires et la construction de matériel de transport terrestre, elles sont devancées, respectivement, par les contraintes législatives ou réglementaires et par l'opposition syndicale.



#### 4. Les possibilités d'accroissement de la production dans des limites rentables

##### 4.1. Sans modification de la durée du travail, des effectifs et du recours au travail posté

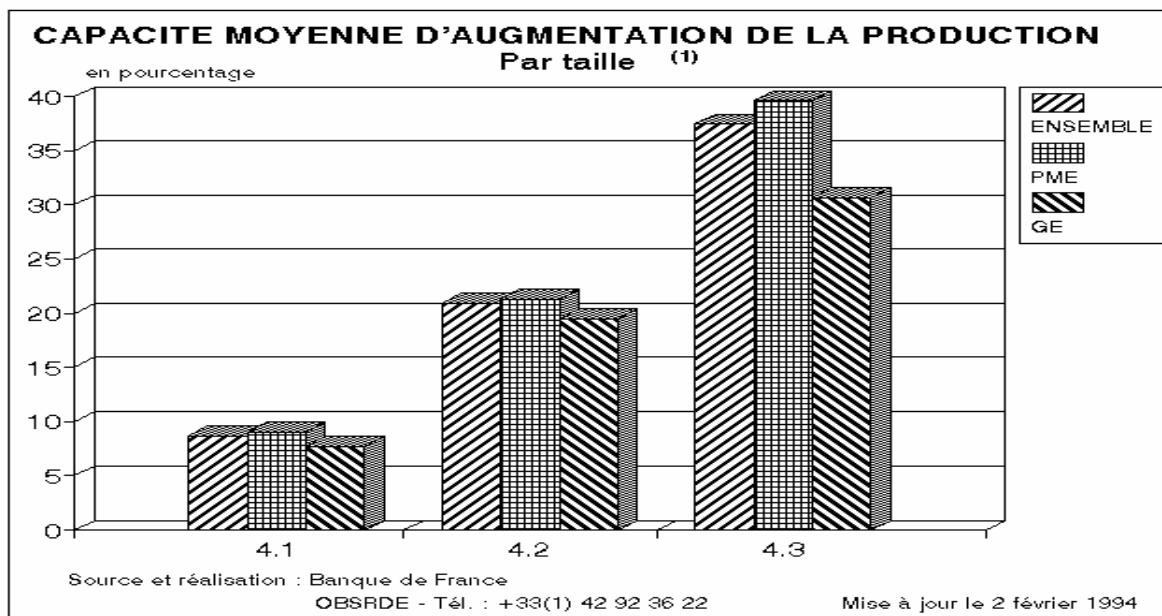
En cas d'amélioration de leurs débouchés, les chefs d'entreprise pourraient, sans rien changer, augmenter le volume des quantités produites de 8,7 %. La progression susceptible d'être réalisée serait plus élevée dans les PME (+ 9 %) que dans les grandes firmes (+ 7,7 %). Elle serait également variable selon les secteurs. La plus forte croissance (+ 9,8 %) pourrait être enregistrée dans les industries de biens intermédiaires, tandis que les fabrications seraient développées de 7,7 % et de 7,3 % respectivement dans la construction de matériel de transport terrestre et dans les industries agro-alimentaires.

##### 4.2. Avec augmentation éventuelle des effectifs et de la durée du travail dans des limites rentables

La seule modification de ces deux variables permettrait d'accroître la production de 20,9 %.

Comme dans la première hypothèse, les meilleurs résultats seraient obtenus dans les PME (+ 21,3 %), mais l'écart avec les grandes firmes (+ 19,5 %) serait relativement moins important.

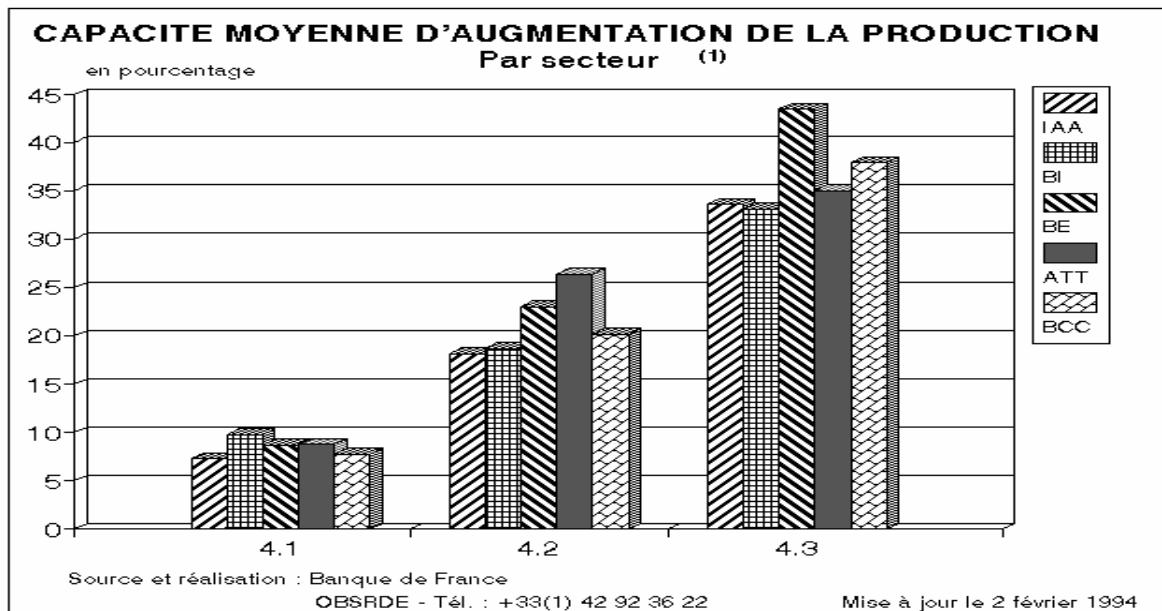
<sup>1</sup> Légende des graphiques : A : réticences du personnel, B : positions syndicales, C : absence de personnel qualifié, D : difficultés techniques, E : obstacle législatif ou réglementaire



Les constructeurs de matériel de transport terrestre réaliseraient la plus forte progression (+ 26,4 %), précédant ainsi les producteurs de biens d'équipement (+ 23 %) et ceux de biens de consommation courante (+ 20,2 %). Dans les industries de biens intermédiaires et agro-alimentaires, la croissance serait un peu moins soutenue (respectivement + 18,7 % et + 18,2 %).

#### 4.3. Avec augmentation éventuelle des effectifs, de la durée du travail et du recours au travail posté

En agissant sur ces trois paramètres, il serait possible de développer le volume des fabrications de 37,4 %. Les capacités de croissance seraient, une nouvelle fois, plus élevées dans les PME (+ 39,6 %) que dans les grandes entreprises (+ 30,7 %).



<sup>1</sup> Les rubriques 4.1., 4.2. et 4.3. identifient les hypothèses énoncées dans l'intitulé des paragraphes de la section 4.

Le plus fort accroissement (+ 43,5 %) pourrait être constaté dans les industries de biens d'équipement. Dans les autres secteurs, les progressions seraient inférieures mais encore substantielles. Elles seraient comprises entre 38 % pour les biens de consommation et 33,1 % pour les biens intermédiaires.

Avertissement : Pour apprécier l'utilisation des capacités de production, deux indicateurs sont employés :

- le premier est le taux d'utilisation des capacités de production qui rapporte le volume de production réalisé au volume de production maximal techniquement possible ;
- le second indicateur, objet de la présente étude, mesure la durée d'utilisation des équipements, c'est-à-dire le nombre moyen hebdomadaire d'heures de fonctionnement des équipements productifs.

# POURSUITE DE LA BAISSE DU COÛT DU CRÉDIT DÉBUT 1994

Selon l'enquête trimestrielle<sup>1</sup> menée en janvier par la Banque de France auprès des établissements de crédit, la réduction du coût du crédit, perceptible déjà depuis quelques trimestres s'est poursuivie, de façon plus marquée pour les prêts aux entreprises. Sur un an, et quelles que soient les catégories considérées, l'importance des baisses s'est accrue.

---

CORINNE GODIN  
*Direction de la Conjoncture  
 Service des Synthèses conjoncturelles*

## 1. Baisse sensible entre octobre 1993 et janvier 1994

### 1.1. Crédits aux particuliers

Les taux des *prêts de trésorerie* ont été marqués par des réductions allant de – 0,03 point pour les prêts de toute nature inférieurs à 10 000 francs à – 0,21 point pour les prêts personnels et autres prêts d'un montant supérieur à 10 000 francs.

S'agissant des prêts immobiliers<sup>2</sup>, les diminutions ont varié de – 0,34 point pour les prêts à taux variable à – 0,89 point pour les prêts relais.

### 1.2. Crédits aux entreprises

Les réductions, relativement de même ampleur pour chaque catégorie, ont été comprises entre – 0,30 point pour les découverts en compte inférieurs ou égaux à 500 000 francs et – 0,47 point pour les prêts d'une durée supérieure à deux ans à taux variable et d'un montant inférieur ou égal à un million de francs.

---

<sup>1</sup> Cette enquête, qui porte sur les mois de janvier, avril, juillet et octobre, recense les taux effectifs globaux (hors commission de plus fort découvert) des autorisations de crédit accordées par un échantillon d'établissements de crédit. Les taux moyens par catégorie de concours sont une moyenne arithmétique simple

<sup>2</sup> Seuls sont pris en compte les crédits accordés à des taux de marché, c'est-à-dire les financements non réglementés (sont donc exclus les PAP et PLA, prêts conventionnés, prêts principaux d'épargne-logement et tout autre type de prêts aidés).

## 2. Ampleur des réductions de taux sur un an (janvier 1993 à janvier 1994)

### 2.1. Crédits aux particuliers

En ce qui concerne les *crédits de trésorerie*, les baisses sont dans deux cas supérieures à deux points (– 2,21 points pour les découvertes, ventes à tempérament, comptes permanents d'un montant supérieur à 10 000 francs et – 2,75 points pour les prêts personnels et autres prêts supérieurs à 10 000 francs).

Quant aux *prêts immobiliers*, les diminutions ont atteint au minimum – 1,76 point pour les prêts à taux variable et se sont élevées jusqu'à – 2,04 points pour les prêts-relais.

### 2.2. Crédits aux entreprises

La tendance à la baisse a été marquée pour toutes les catégories considérées. S'agissant des prêts supérieurs à deux ans d'un montant inférieur ou égal à un million de francs, la réduction a atteint – 1,84 point pour les opérations à taux fixe et – 2,55 points pour celles à taux variable.

## TAUX EFFECTIFS GLOBAUX MOYENS (a) (observés lors des enquêtes)

### ***aux entreprises***

	Découverts en compte $\leq 500\,000$ francs	Autres prêts d'une durée initiale $\leq 2$ ans $\leq 500\,000$ francs	Ventes à tempérament $\leq 300\,000$ francs	Prêts > 2 ans à taux fixe $\leq 1$ million de francs	Prêts > 2 ans à taux variable $\leq 1$ million de francs
Octobre 1992.....	14,01	13,39	14,04	12,06	11,84
Janvier 1993.....	14,15	13,21	14,22	11,76	12,09
Avril 1993.....	14,11	13,12	14,18	11,64	11,94
Juillet 1993.....	12,74	12,04	12,99	10,81	10,34
Octobre 1993.....	12,62	11,66	12,17	10,29	10,01
Janvier 1994.....	12,32	11,23	11,71	9,92	9,54

### ***aux particuliers***

	Crédits de trésorerie			Crédits immobiliers	
	Prêts d'un montant $\leq 10\,000$ francs	Découverts, prêts permanents, ventes à tempéraments $> 10\,000$ francs	Prêts personnels et autres prêts $> 10\,000$ francs	À taux fixe	À taux variable
Octobre 1992.....	19,70	16,55	15,15	11,61	11,11
Janvier 1993.....	19,73	16,95	15,16	11,50	11,10
Avril 1993.....	20,32	16,82	15,25	11,31	11,01
Juillet 1993.....	19,22	15,76	14,29	10,23	10,09
Octobre 1993.....	17,92	14,89	12,62	10,01	9,68
Janvier 1994.....	17,89	14,74	12,41	9,51	9,34

(a) Taux moyen en moyenne arithmétique

**VARIATIONS DES TAUX EFFECTIFS GLOBAUX MOYENS****COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS**

(en points de pourcentage)

	Octobre 1993 / Juillet 1993	Janvier 1994 / Octobre 1993	Janvier 1994 / Janvier 1993
<b>Crédits de trésorerie .....</b>			
Prêts ≤ 10 000 francs .....	- 1,30	- 0,03	- 1,84
Découverts, VAT, prêts permanents > 10 000 francs .....	- 0,87	- 0,15	- 2,21
Prêts personnels > 10 000 francs .....	- 1,67	- 0,21	- 2,75
<b>Crédits immobiliers</b>			
Prêts-relais.....	- 0,23	- 0,89	- 2,04
Prêts à taux variable.....	- 0,41	- 0,34	- 1,76
Prêts à taux fixe.....	- 0,22	- 0,50	- 1,99

**COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES**

(en points de pourcentage)

	Octobre 1993 / Juillet 1993	Janvier 1994 / Octobre 1993	Janvier 1994 / Janvier 1993
Découverts en compte ≤ 500 000 francs .....	- 0,12	- 0,30	- 1,83
Autres prêts d'une durée ≤ 2 ans montant ≤ 500 000 francs .....	- 0,38	- 0,43	- 1,98
Ventes à tempérament ≤ 300 000 francs .....	- 0,82	- 0,46	- 2,51
Prêts > 2 ans à taux fixe ≤ 1 million de francs.....	- 0,52	- 0,37	- 1,84
Prêts > 2 ans à taux variable ≤ 1 million de francs ....	- 0,33	- 0,47	- 2,55

**Graphiques non disponibles**

**Graphiques non disponibles**

## **TEXTES RÉGLEMENTAIRES**

# SOMMAIRE

## TEXTES RÉGLEMENTAIRES

	Page
<b>Textes réglementaires, émanant de la Banque de France, du Comité de la réglementation bancaire, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire, ayant fait l'objet d'une publication au Journal officiel</b>	
Règlement n° 94-01 du Comité de la réglementation bancaire.....	161
<b>Bulletin officiel</b>	
Banque de France	
Adjudication d'obligations assimilables du Trésor .....	162
Taux des appels d'offres.....	164
Comité des établissements de crédit	
Lettre relative aux demandes d'agrément, aux demandes d'autorisation et aux déclarations présentées au Comité.....	164
Commission bancaire.....	181
Contrôle des grands risques .....	181
Transmission par les établissements de crédit de documents périodiques .....	181
<b>Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change</b>	
Textes législatifs et gouvernementaux .....	182

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

---

**Textes réglementaires, émanant de la Banque de France, du Comité de la réglementation bancaire, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire, ayant fait l'objet d'une publication au Journal officiel**

**Règlement n° 94-01 du Comité de la réglementation bancaire publié au Journal officiel du 5 février 1994 (Arrêté du 4 février 1994)**

**Arrêté du 4 février 1994 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire**

Le ministre de l'Économie,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, et notamment ses articles 8,32 et 33 ;

Vu le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 pris en application de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, et notamment son article 2,

Arrête :

**Article premier.** - Le règlement n° 94-01 du 4 février 1994 du Comité de la réglementation bancaire annexé au présent arrêté est homologué.

**Article 2.** - Le règlement n° 94-01 est étendu aux services financiers de La Poste, à la Caisse des dépôts et consignations et aux comptables du Trésor assurant un service de dépôt de fonds aux particuliers.

**Article 3.** - Le présent arrêté et le règlement qui lui est annexé seront publiés au Journal officiel de la République française.

## ANNEXE

**Règlement n° 94-01 du 4 février 1994 modifiant le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986**

relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 33 ;

Vu le règlement n° 86-13 du 14 mai 1986 relatif à la rémunération des fonds reçus par les établissements de crédit, modifié par les règlements n° 89-12 du 22 décembre 1989 et n° 92-03 du 17 février 1992,

Décide :

**Article premier.** - Le taux d'intérêt nominal annuel des comptes et plans d'épargne-logement mentionnés respectivement aux premier et dernier tirets de la liste dressée à l'article 3 du règlement n° 86-13 susvisé est modifié ainsi qu'il suit :

- comptes d'épargne-logement : 2,25 %
- plans d'épargne-logement : 5,25 %

**Article 2.** - Le présent règlement entre en vigueur le 7 février 1994 pour les plans d'épargne-logement et le 16 février 1994 pour les comptes d'épargne-logement.

---

**Bulletin officiel  
Banque de France**

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

**Communiqué de la Banque de France –  
Adjudication d'obligations assimilables du  
Trésor 5,50 % avril 2004,  
6 % octobre 2025**

– en date du 1<sup>er</sup> février 1994

Le jeudi 3 février 1994 à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « à la hollandaise », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 20 et 22 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard de francs par tranche.

**1. OAT 5,50 % AVRIL 2004 DE 2 000 FRANCS**

Jouissance du 25 avril 1993. Coupon annuel : 110 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1993 au 25 janvier 1994, soit 92,22 francs par obligation.

**2. OAT 6 % OCTOBRE 2025 DE 2 000 FRANCS**

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 110 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1993 au 25 janvier 1994, soit 40,44 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 25 janvier 1994.

Les soumissions seront présentées soit par télétransmission à l'aide du système Telsat, soit au moyen de fiches déposées au siège de la Banque de France (2<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 3 février 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au 4 février 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 5,50 % AVRIL 2004</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
98,20	3 600 000 000	3 600 000 000	98,20
98,18	3 800 000 000	7 400 000 000	98,19
98,16	6 160 000 000	13 560 000 000	98,18
98,16	1 540 000 000	15 100 000 000	98,17
98,14	8 400 000 000	23 500 000 000	98,16
98,12	5 150 000 000	28 650 000 000	98,15
98,10	4 050 000 000	32 700 000 000	98,15
98,08	550 000 000	33 250 000 000	98,15
98,06	1 500 000 000	34 750 000 000	98,14
98,04	200 000 000	34 950 000 000	98,14
98,02	800 000 000	35 750 000 000	98,14
98,00	1 000 000 000	36 750 000 000	98,14
97,98	500 000 000	37 250 000 000	98,13
97,94	500 000 000	37 750 000 000	98,13

Prix limite retenu : 98,16 %  
(taux de rendement : 5,74 %)  
Demandes servies à ce prix limite : 80,00 %  
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 98,18 %  
(taux de rendement : 5,74 %)

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 6 janvier 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	15 550	13 560	- 1 990
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage) - au prix limite retenu ..... - au prix moyen pondéré.....	5,73 5,72	5,74 5,74	0,01 0,02

<b>OAT 6 % OCTOBRE 2025</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
95,40	200 000 000	200 000 000	95,40
95,38	100 000 000	300 000 000	95,39
95,36	550 000 000	850 000 000	95,37
95,34	350 000 000	1 200 000 000	95,36
95,32	600 000 000	1 800 000 000	95,35
95,30	1 350 000 000	3 150 000 000	95,33
95,28	1 500 000 000	4 650 000 000	95,31
95,26	900 000 000	5 550 000 000	95,30
95,24	1 250 000 000	6 800 000 000	95,29
95,24	1 250 000 000	8 050 000 000	95,28
95,22	800 000 000	8 850 000 000	95,28
95,20	1 500 000 000	10 350 000 000	95,27
95,18	300 000 000	10 650 000 000	95,26
95,16	100 000 000	10 750 000 000	95,26
95,14	50 000 000	10 800 000 000	95,26
95,12	600 000 000	11 400 000 000	95,26
95,10	500 000 000	11 900 000 000	95,25
95,02	100 000 000	12 000 000 000	95,25
95,00	600 000 000	12 600 000 000	95,24

Prix limite retenu : 95,24 %  
(taux de rendement : 6,35 %)  
Demandes servies à ce prix limite : 50,00 %  
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 95,29 %  
(taux de rendement : 6,35 %)

– *Résultat global de l'adjudication  
du 3 février 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT du 3 février 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives avant la séance à concurrence de 347 millions de francs.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 20 360 millions de francs.

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 20 707 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % avril 2004 .....	13 560	244		13 804
OAT 6 % octobre 2025.....	6 800	103		6 903
TOTAL.....	20 360	347		20 707
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN - Tél. : + 33 (1) 42 92 41 67				

**Communiqué de la Banque de France, en date du 24 février 1994, relatif au taux des appels d'offres**

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France a décidé de ramener de 6,20 % à 6,10 % le taux de ses appels d'offres.

Cette mesure s'inscrit dans le cadre de la politique de la stabilité interne et externe du franc, pour 1994 et à moyen terme, définie par le Conseil de la politique monétaire le 27 janvier.

**Bulletin officiel  
Comité des établissements de crédit**

**Lettre du secrétaire général du Comité des établissements de crédit, en date du 31 janvier 1994, au président de l'Association française des établissements de crédit relative aux demandes d'agrément, aux demandes d'autorisation et aux déclarations présentées au Comité des établissements de crédit**

Monsieur le Président,

Je vous transmets ci-joint la circulaire CEC-4 relative aux demandes d'agrément, aux demandes d'autorisation et aux déclarations que le Comité des établissements de crédit a adoptée au cours de sa séance du 23 décembre 1993. Ce texte se substitue à la circulaire du 6 septembre 1990 modifiée le 23 janvier 1992.

Une refonte de cette dernière s'imposait en effet pour plusieurs raisons. En premier lieu, l'entrée en application de la deuxième directive bancaire du 15 décembre 1989 a conduit à extraire de ce texte ses dispositions qui ont fait l'objet de la notice CEC-2 du 23 mars 1993. En sens inverse il convenait de préciser la procédure applicable aux modifications de situation de certains types d'établissements financiers nouvellement assujettis au règlement n° 90-11 du 25 juillet 1990 modifié par le règlement n° 92-11 du 23 décembre 1992 ainsi que d'indiquer les conditions de mise en pratique des nouvelles normes définies par le Comité de Bâle en juillet 1992.

Enfin, l'expérience acquise par le secrétariat du Comité en matière d'instruction des dossiers a conduit à préciser davantage les modalités de présentation des demandes ou déclarations.

Bien qu'il diffère assez sensiblement, par sa présentation, de l'ancienne circulaire en vigueur, le nouveau texte ne remet en cause aucun des principes et des modalités de constitution et d'instruction des dossiers jusqu'à présent appliqués. Il vise en revanche à actualiser et enrichir le texte de 1990, ainsi qu'à l'améliorer tant sur le fond que dans sa forme. D'importants développements en sont d'ailleurs repris pratiquement sans modification. La circulaire CEC-4 conserve en particulier les trois annexes existant jusqu'à présent et respectivement consacrées à la description de l'établissement de crédit et aux renseignements à fournir par les apporteurs de capitaux ainsi que par les

dirigeants. Son plan a néanmoins été modifié afin, notamment

- de rappeler le champ actuel des compétences du Comité ;
- de décrire les procédures d'instruction des demandes ou des déclarations ;
- de préciser le contenu des informations particulières à fournir dans chacun des différents types de situation identifiés.

Ont ainsi été distingués les cas suivants :

- demandes d'agrément, changements de contrôle, modifications d'actionnariat et autres changements de situation d'établissements de crédit de droit français (qui sont traités en trois rubriques distinctes) ;
- désignation de nouveaux dirigeants des établissements de crédit de droit français ;
- opérations concernant les établissements de crédit de droit monégasque ;
- opérations concernant les succursales d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un pays n'appartenant pas à l'Union européenne ;
- opérations concernant les succursales dans les territoires d'outre-mer ou la Principauté de Monaco d'établissements de crédit ayant leur siège dans un autre État membre de l'Union européenne ;
- modifications de situation des établissements financiers ayant bénéficié d'une attestation de reconnaissance mutuelle en vue de fournir des services bancaires dans les autres États membres de l'Union européenne ;
- modifications de la situation des établissements financiers contrôlant un ou plusieurs établissements de crédit.

En revanche, cette nouvelle circulaire ne traite plus de la procédure applicable aux demandes de retrait d'agrément ; ceux-ci feront l'objet d'un document particulier, qui sera élaboré à la lumière des travaux actuellement menés conjointement par les secrétariats du Comité de la réglementation bancaire, du Comité des établissements de crédit et de la Commission bancaire.

Je vous serais obligé de bien vouloir diffuser à vos adhérents cette lettre ainsi que le texte de la nouvelle circulaire qui y est jointe et qui entre immédiatement en vigueur.

Veuillez agréer, Monsieur le Président, l'expression de mes sentiments distingués.

***Circulaire CEC-4 du 23 décembre 1993 relative aux demandes d'agrément, aux demandes d'autorisation et aux déclarations présentées au Comité des établissements de crédit***

La présente circulaire précise les modalités de présentation et le contenu des demandes d'agrément ou d'autorisation soumises au Comité des établissements de crédit ainsi que des déclarations qui doivent lui être adressées. Elle se substitue à la circulaire du 6 septembre 1990 modifiée, qui est abrogée.

Le règlement n° 90-11 du 25 juillet 1990 modifié<sup>1</sup> prévoit que les demandes d'autorisation et les déclarations préalables « doivent comporter tous les éléments d'appréciation propres à éclairer le Comité des établissements de crédit sur les causes, les objectifs et les incidences » du projet et, s'agissant de la désignation de nouveaux dirigeants, être accompagnées « de tous éléments permettant d'apprécier l'honorabilité et l'expérience de la personne concernée ».

Cette circulaire ne traite ni des opérations effectuées dans le cadre de la liberté d'établissement ou de la libre prestation de services organisée dans l'Union européenne, qui font l'objet de la circulaire CEC-1 et de la notice CEC-2, ni des demandes de retrait d'agrément qui feront l'objet d'une circulaire ultérieure.

Toute information sur la présente circulaire peut être obtenue auprès du secrétariat du Comité, qui est assuré par la Direction des établissements de crédit de la Banque de France, 40-1355, 75049 Paris Cedex 01.

---

<sup>1</sup> Le texte de ce règlement, ainsi que ceux des autres dispositions législatives ou réglementaires citées dans cette circulaire, est repris en annexe au rapport annuel publié par le Comité des établissements de crédit. Ce rapport peut être obtenu auprès du Service de l'Information de la Banque de France, 07-1045, 75049 Paris Cedex 01, tél. : +33 (1) 42 92 39 08, télécopie : +33 (1) 42 92 39 11.

La présente circulaire est organisée en quatre parties :

- textes législatifs et réglementaires applicables,
- procédure de présentation et d'instruction des demandes ou des déclarations,
- contenu des dossiers,
- réalisation des projets.

#### I - TEXTES LEGISLATIFS ET REGLEMENTAIRES APPLICABLES

Le Comité est chargé à l'égard des établissements de crédit et des établissements financiers soumis à la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée, dite loi bancaire :

- de prendre les décisions d'agrément ou de retrait d'agrément des établissements de crédit ;
- d'accorder à ces établissements les autorisations individuelles prévues en application du règlement n° 90-11 du 25 juillet 1990 modifié, en cas de modifications significatives apportées à leurs conditions d'agrément, par exemple en ce qui concerne leur situation juridique, la répartition de leur capital ou la nature de l'activité pour laquelle ils ont été agréés ;
- de recevoir les déclarations relatives à certaines modifications de leur actionnariat ou à la désignation de dirigeants.

Les compétences du Comité s'étendent non seulement aux établissements de crédit installés en France (métropole, départements et territoires d'outre-mer) mais, aussi, en application des accords franco-monégasques, aux établissements de crédit implantés dans la Principauté de Monaco.

Le Comité est également chargé, conformément à l'article premier du règlement n° 90-11 modifié, d'autoriser certaines modifications intervenant dans la situation d'établissements financiers qui ont leur siège social en France et qui détiennent, directement ou indirectement, un pouvoir effectif de contrôle sur un ou plusieurs établissements de crédit visés ci-dessus. De même, conformément à l'article 11 du règlement n° 92-12, il appartient au Comité d'accorder aux établissements financiers placés sous le contrôle d'établissements de crédit agréés en France et qui ont bénéficié de la procédure de reconnaissance mutuelle prévue à

l'article 71-8 de la loi bancaire, les autorisations prévues par le règlement n° 90-11 modifié. Dans ce cas, les modifications dans la répartition des droits de vote peuvent, le cas échéant, entraîner la remise en cause du bénéfice de la procédure de reconnaissance mutuelle (cf. circulaire CEC-1.3.3).

Il convient de rappeler que les succursales que les établissements de crédit ayant leur siège social dans les autres États membres de l'Union européenne souhaitent ouvrir dans les territoires d'outre-mer, dans la collectivité territoriale de Mayotte ou dans la Principauté de Monaco, doivent toujours bénéficier d'un agrément du Comité puisque les dispositions relatives à la reconnaissance mutuelle des agréments à l'intérieur de l'Union européenne n'y sont pas applicables.

#### II - PROCEDURE DE PRESENTATION ET D'INSTRUCTION DES DEMANDES OU DES DECLARATIONS

Les demandes d'agrément ou d'autorisation ainsi que les déclarations sont établies sur papier libre par un responsable dûment habilité (dirigeant social ou personne expressément mandatée à cet effet), conformément au modèle joint à l'annexe 1. Elles doivent être adressées à la Direction des établissements de crédit de la Banque de France, qui est chargée de leur instruction et de leur présentation au Comité. Elles sont accompagnées des éléments nécessaires à l'appréciation du Comité (cf. paragraphe III - Contenu des dossiers).

Les agents qui assurent le secrétariat du Comité, ainsi d'ailleurs que les membres du Comité eux-mêmes, sont, de par la loi, soumis au secret professionnel. Les informations qui leur sont communiquées sont gardées strictement confidentielles.

Les dossiers relatifs aux établissements de crédit qui sont affiliés ou susceptibles d'être affiliés à un organe central sont transmis par l'intermédiaire de celui-ci.

Les dossiers relatifs aux autres établissements de crédit peuvent être transmis par l'organisme professionnel auquel ceux-ci adhèrent, ou seront amenés à adhérer.

S'agissant des dossiers concernant la Principauté de Monaco, les demandeurs doivent effectuer les

démarches nécessaires auprès des autorités monégasques et s'assurer que leurs projets n'appellent pas d'objection de leur part. De même, les projets intéressant les départements et territoires d'outre-mer doivent être communiqués aux instituts d'émission concernés.

Il est rappelé que le Comité des établissements de crédit peut, pour l'accomplissement de ses missions, conformément à l'article 45 de la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992, consulter les autorités de surveillance des marchés financiers et des entreprises d'assurance. De même, lorsqu'il est saisi d'une demande par une institution financière étrangère, le Comité est généralement amené à consulter les autorités de surveillance du pays d'origine de cette institution : il est donc souhaitable que ces dernières soient informées par le demandeur de ses projets sur le territoire français.

Il est très souhaitable que le dépôt des demandes concernant des opérations importantes intéressant des établissements non affiliés à un organe central, telles que les agréments, les prises ou pertes de contrôle, les franchissements de seuils significatifs dans le capital d'établissements existants, soit précédé d'un entretien avec le secrétariat du Comité afin que les demandeurs soient bien informés des dispositions législatives et réglementaires en vigueur et de l'état le plus récent de la doctrine du Comité des établissements de crédit.

En tout état de cause, le secrétariat du Comité se tient à la disposition des personnes qui se proposent de déposer un dossier au Comité pour les informer des modalités de constitution de celui-ci et leur préciser les informations à fournir.

Les notes de présentation des dossiers préparées par le secrétariat devant être transmises aux membres du Comité dans la semaine précédant chaque séance, seuls les dossiers en état de présentation trois semaines au moins avant la date de celle-ci sont susceptibles d'être inscrits à l'ordre du jour, sauf cas spécifiques dont le caractère exceptionnel est laissé à l'appréciation du président du Comité. Pour qu'un dossier puisse être considéré en état de présentation, il est nécessaire qu'il contienne l'ensemble des informations visées au paragraphe III ci-après, afin

que puisse être menée à bien l'indispensable instruction technique.

S'il n'en est pas ainsi, le secrétariat le fait savoir dans son accusé réception au demandeur en indiquant les compléments d'information nécessaires.

Il convient de rappeler que, quelle que soit l'origine de leurs capitaux, les établissements de crédit ayant leur siège social dans un État membre de l'Union européenne peuvent développer leurs activités dans d'autres États membres, sous la responsabilité des autorités de surveillance de l'État membre ayant délivré l'agrément.

Pour l'application de l'article 9 de la directive n° 89-646 CEE du 15 décembre 1989, le secrétariat du Comité peut demander aux apporteurs de capitaux originaires d'États n'appartenant pas à l'Union européenne toute indication utile sur les conditions d'accès effectif des établissements communautaires au marché de ces États.

En outre, conformément aux dispositions du paragraphe III de l'article 5 du règlement n° 90-11 modifié, le Comité des établissements de crédit peut être amené, sur demande du Conseil de l'Union européenne ou de la Commission, à suspendre ou à limiter sa décision sur les demandes présentées par ces apporteurs de capitaux. Le Comité des établissements de crédit en avise alors le demandeur ; le délai prévu à l'article 16 de ce règlement est alors suspendu.

Le Comité entend que les projets dont la réalisation est subordonnée à son accord ne soient pas rendus publics avant que les dossiers correspondants n'aient été transmis à la Banque de France. En outre, tant que le Comité ne s'est pas prononcé, il importe, si une information relative à ces projets doit être publiée, de mentionner expressément que les opérations en cause devront avoir fait l'objet de son autorisation.

Une fois que le Comité a statué sur une demande qui lui a été présentée, sa décision est mise en forme par le secrétariat, signée par le président, puis transmise au demandeur. Cette décision est motivée. Elle précise, le cas échéant, les conditions particulières posées par le Comité pour son entrée en vigueur ainsi que le délai de réalisation du projet, à l'expiration duquel la décision devient

caduque si le projet n'a pas été réalisé et si aucune prorogation n'a été demandée.

### III - CONTENU DES DOSSIERS

Les dossiers doivent contenir tous les éléments nécessaires à l'appréciation du Comité. Les demandeurs sont invités à se reporter, le cas échéant, au rapport annuel publié par le Comité, notamment aux chapitres concernant « Les cas de saisine du Comité » et « Les critères d'appréciation utilisés par le Comité ».

#### **III-1. Agrément ou changement de contrôle d'un établissement de crédit de droit français**

Les demandes d'agrément de nouveaux établissements de crédit ainsi que les demandes d'autorisation relatives à des projets de changement de contrôle d'établissements existants, qui impliquent un renouvellement de la majorité ou de la totalité de l'actionnariat, requièrent des informations de nature comparable.

Les dossiers doivent contenir :

- une lettre de demande d'agrément (précisant notamment la nature de l'agrément sollicité et, pour les sociétés financières, la définition des activités envisagées) ou une lettre de demande de prise de contrôle, conforme au modèle joint à l'annexe 1 ;
- un exposé suffisamment détaillé et complet du projet et des objectifs poursuivis, comportant l'ensemble des informations et documents recensés dans l'annexe 1. En cas de changement de contrôle, il convient notamment de fournir des informations sur toutes les rubriques de cette annexe dont le contenu serait modifié par la réalisation de l'opération. L'acquéreur doit ainsi fournir, le cas échéant, des renseignements sur l'incidence de la modification de l'actionnariat sur le programme d'activités, l'organisation, les effectifs et le contrôle, ainsi que des informations quantitatives sur les moyens financiers mis en oeuvre et l'activité prévisionnelle de l'établissement repris, sur une période de trois ans ;
- des informations, visées à l'annexe 2, sur les apporteurs de capitaux, accompagnées des lettres signées par ceux-ci et comportant les

indications figurant dans le modèle 2a joint à cette annexe (au cas où l'opération est effectuée par un apporteur de capitaux ayant la qualité d'établissement de crédit en France, ces informations sont limitées aux points 1, 2, 3, 7-2<sup>e</sup> alinéa et 11). Le cas échéant, des informations complémentaires et des engagements spécifiques pourraient être demandées ;

– des informations, visées à l'annexe 3, sur les dirigeants responsables au sens de l'article 17 de la loi bancaire, qui sont pressentis pour diriger le nouvel établissement ou l'établissement dont le contrôle doit changer, ces informations devant être accompagnées des lettres signées par ces derniers et conformes au modèle joint à cette annexe.

#### **III-2. Autres prises ou cessions de participations dans le capital d'un établissement de crédit de droit français**

Les demandes d'autorisation relatives à des prises ou cessions de participations n'impliquant pas un changement de contrôle (cf. paragraphe III-1) doivent comprendre un exposé des motifs de l'opération et des objectifs poursuivis.

Le dossier comporte en outre les informations — visées à l'annexe 2 — sur les apporteurs de capitaux concernés, accompagnées des lettres signées par ceux-ci et conformes au modèle joint à cette annexe (au cas où l'opération est effectuée par un apporteur de capitaux ayant la qualité d'établissement de crédit en France, ces informations sont limitées aux points 1, 2, 3, 7-2<sup>e</sup> alinéa et 11).

Si l'opération doit s'accompagner d'un changement de dirigeant (s), il convient de fournir également les renseignements requis à l'annexe 3 ainsi que les lettres conformes au modèle joint à cette annexe (cf. paragraphe III-4 ci-dessous).

Lorsque des prises ou cessions de participations dans le capital d'un établissement de crédit ne sont soumises qu'à une obligation de déclaration, les informations visées à l'annexe 2 et la lettre modèle 2a doivent également être fournies.

### **III-3. Autres modifications de la situation juridique ou financière d'un établissement de crédit de droit français**

Les demandes d'autorisation de procéder à certaines modifications de la situation juridique ou financière d'un établissement de crédit (cf. modèle en annexe 1) doivent être accompagnées d'une description des motifs de l'opération envisagée et, selon les cas, des éléments d'information suivants :

– *Extension ou redéfinition de l'activité*

· Indications nécessaires à l'appréciation du Comité : il convient de s'inspirer des rubriques 9 et 12 du schéma de description d'un projet nouveau figurant dans l'annexe 1, en donnant les indications chiffrées adéquates sur l'évolution prévue des activités.

Si la redéfinition de l'activité entraîne une demande de changement de catégorie de l'établissement, il y a lieu de se reporter aux renseignements demandés pour un agrément.

– *Réduction du capital*

· Exposé des modalités : schéma juridique et comptable et indication du nouveau montant des fonds propres.

· Incidences éventuelles sur l'évolution des activités (arrêt de certaines activités, évolution prévisionnelle des encours...) et sur les ratios prudentiels.

– *Modification du collège des associés dans une société en nom collectif ou des commandités dans une société en commandite*

· Renseignements sur les nouveaux associés ou commandités à transmettre selon les indications figurant à l'annexe 2, accompagnés de la lettre dont le modèle est joint à cette annexe.

– *Changement de forme juridique*

· Projet de modification des statuts et éléments d'information concernant les organes de gestion (voir ci-après les déclarations concernant les dirigeants).

– *Modification de la dénomination ou raison sociale, de la dénomination ou nom commercial*

· Projet de modification des statuts.

Il est rappelé que d'autres modifications de la situation des établissements de crédit sont soumises à déclaration au Comité dans le délai d'un mois, en application de l'article 3 du règlement n° 90-11 modifié.

### **III-4. Désignation de nouveaux dirigeants des établissements de crédit de droit français**

a) *Toute personne :*

– *qui est appelée à devenir pour la première fois dirigeant (au sens de l'article 17 de la loi bancaire) d'un établissement de crédit non affilié à un organe central,*

– *qui, tout en exerçant ou en ayant exercé des fonctions de dirigeant, est désignée à de telles fonctions dans un autre établissement n'appartenant pas au même groupe,*

– *qui doit accéder à de nouvelles fonctions de dirigeant dans le même groupe et qui n'a pas fourni au cours des cinq dernières années les informations requises au titre de précédentes fonctions de dirigeant,*

doit faire parvenir au secrétariat du Comité :

– une lettre, conforme au modèle joint à l'annexe 3, informant le gouverneur de la Banque de France, président du Comité des établissements de crédit, de sa désignation en qualité de dirigeant responsable et indiquant sa fonction ;

– un document attestant (le moment venu) cette désignation (procès-verbal du conseil d'administration, lettre d'un dirigeant social...) ;

– le questionnaire dûment rempli « Renseignements à fournir par les dirigeants des établissements assujettis » (cf. annexe 3) auquel sont joints un curriculum vitae et un extrait de casier judiciaire (bulletin n° 3) ou un document équivalent pour les personnes ne résidant pas en France depuis trois ans au moins.

L'ensemble de ces documents doit être adressé quinze jours au moins avant la prise de fonction de la personne concernée<sup>1</sup>. Toutefois cette transmission peut n'intervenir qu'au moment de la

<sup>1</sup> Ce délai doit être impérativement respecté indépendamment de l'accomplissement d'autres formalités administratives, telles que l'obtention de la carte de commerçant étranger, du titre de séjour, etc.

prise de fonction dans le cas de nomination de dirigeants d'un établissement de crédit placé sous le contrôle effectif d'un autre établissement soumis à la loi bancaire ou sous le contrôle d'un établissement de crédit ayant son siège dans un autre État membre de l'Union européenne.

Les organes centraux s'assurent que les dirigeants des établissements qui leur sont affiliés leur fournissent des renseignements appropriés. Ils sont toutefois dispensés de les transmettre au secrétariat du Comité.

*b) Désignation de nouveaux dirigeants exerçant déjà des fonctions de dirigeant dans un autre établissement de crédit du même groupe et ayant déjà fourni les renseignements énumérés en annexe 3*

Les délais de déclaration sont identiques à ceux précisés ci-dessus.

Toutefois, ne sont à fournir pour la déclaration que les documents suivants :

- une lettre informant de la désignation en qualité de dirigeant responsable et indiquant la fonction, rédigée selon la formule alternative du modèle joint à l'annexe 3 ;
- un document attestant (le moment venu) cette désignation (procès-verbal du conseil d'administration, lettre d'un dirigeant social...) ;
- un curriculum vitae actualisé précisant les fonctions occupées depuis la dernière déclaration.

### **III-5. Régime applicable aux établissements de crédit de droit monégasque**

Les établissements de crédit ayant leur siège social dans la Principauté de Monaco sont soumis à l'ensemble des dispositions des paragraphes III-1 à III-4.

Toutefois, il appartient aux demandeurs de fournir en outre un dossier approprié aux autorités monégasques.

### **III-6. Régime applicable aux succursales, implantées en France ou à Monaco, d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un pays n'appartenant pas à l'Union européenne**

Il est d'abord rappelé que, de même que les dossiers relatifs aux établissements de crédit de droit monégasque, les projets concernant des succursales implantées dans la Principauté de Monaco doivent être soumis aux autorités monégasques.

#### **A) Agrément**

Les dossiers d'agrément présentés en vue de l'implantation d'une succursale par des établissements de crédit ayant leur siège dans un pays n'appartenant pas à l'Union européenne sont établis sur le modèle d'une demande d'agrément d'un établissement de droit français et doivent comporter :

- une lettre de demande d'agrément établie sur le modèle joint à l'annexe 1 ;
- une description détaillée du projet comportant notamment des informations sur le programme d'activités de la succursale, son organisation, ses effectifs ainsi que des informations quantitatives sur les moyens financiers mis en oeuvre et sur l'activité prévisionnelle, sur une période de trois ans (cf. annexe 1, points 1, 4, 6, 9 et suivants) ;
- des renseignements sur l'établissement étranger lui-même, notamment sur la composition de son actionnariat, sur son expérience internationale, sur sa situation financière et sur ses modes de contrôle interne et externe (cf. annexe 2 à l'exception des points 3-1<sup>er</sup> alinéa, 12, 14 et 15), accompagnés d'une lettre de l'établissement comportant les indications figurant dans le modèle 2b joint à cette annexe ainsi que, le cas échéant, les informations et engagements complémentaires appropriés ;
- des informations sur les dirigeants responsables de la succursale au sens de l'article 17 de la loi bancaire (cf. annexe 3), accompagnées des lettres signées par ces derniers et conformes au modèle joint à l'annexe 3.

#### **B) Modifications de situation**

Les succursales d'établissements de crédit ayant leur siège social hors de l'Union européenne doivent communiquer au Comité dans un délai d'un mois l'identité des personnes qui ont franchi dans cet établissement étranger un des seuils visés à l'article 10 du règlement n° 90-11 modifié.

Les déclarants doivent indiquer en particulier pour les changements de contrôle :

- l'identité de l'acquéreur et, s'il fait partie d'un groupe, un organigramme des liaisons financières ;
- le cas échéant, les conséquences sur la surveillance sur base consolidée de l'établissement de crédit ;
- les incidences éventuelles sur l'organisation et les activités de la succursale en France.

Ces succursales doivent également déclarer au Comité dans un délai d'un mois les modifications de situation visées à l'article 4 du règlement précité. Toutefois la réduction de leur dotation doit faire l'objet d'une autorisation préalable selon les modalités décrites au paragraphe III-3.

#### ***C) Désignation de nouveaux dirigeants***

La désignation des dirigeants de ces succursales est soumise aux mêmes dispositions que celles des dirigeants des établissements de droit français (cf. paragraphe III-4).

#### **III-7. Régime applicable aux succursales implantées dans les territoires d'outre-mer ou dans la Principauté de Monaco par des établissements de crédit ayant leur siège dans un autre État membre de l'Union européenne**

Les succursales d'établissements de crédit communautaires dans les territoires d'outre-mer, la collectivité territoriale de Mayotte et la Principauté de Monaco, où les directives du Conseil de l'Union européenne ne sont pas applicables, sont soumises à l'ensemble des dispositions du paragraphe III-6 ; notamment, s'agissant d'une implantation à Monaco, il appartient aux demandeurs de fournir un dossier approprié aux autorités monégasques.

#### **III-8. Modifications de la situation des établissements financiers ayant bénéficié d'une attestation de reconnaissance mutuelle en vue de fournir des services bancaires dans les autres États membres de l'Union européenne**

Les établissements financiers visés à l'article 8 du règlement n° 92-12, qui notamment ont leur siège

social en France et dont un ou plusieurs établissements de crédit agréés en France détiennent au moins 90 % des droits de vote, sont soumis aux dispositions prévues par le règlement n° 90-11 modifié.

Ils doivent donc accomplir les formalités décrites dans la présente circulaire, aux paragraphes III-1 (changement de contrôle), III-2 (autres prises ou cessions de participations), III-3 (autres modifications) et III-4 (désignation de nouveaux dirigeants). Toutefois, dans ce dernier cas, les formalités de déclaration peuvent n'intervenir qu'au moment de la prise de fonction des nouveaux dirigeants.

#### **III-9. Modifications de la situation des établissements financiers contrôlant un ou plusieurs établissements de crédit**

Les établissements financiers visés à l'article 1<sup>er</sup> du règlement n° 90-11 modifié, qui ont leur siège social en France et qui détiennent directement ou indirectement un pouvoir effectif de contrôle sur un ou plusieurs établissements de crédit, sont soumis aux dispositions dudit règlement, à l'exception de celles relatives aux dirigeants.

Ils doivent donc accomplir les formalités décrites dans la présente circulaire, aux paragraphes III-1 (changement de contrôle), III-2 (autres prises ou cessions de participations) et III-3 (autres modifications).

### **IV - RÉALISATION DES PROJETS AUTORISÉS**

Il appartient aux demandeurs dont les projets ont été autorisés par le Comité des établissements de crédit d'en justifier, le moment venu, la réalisation effective, dans les conditions et dans les délais fixés par la décision qui leur a été notifiée.

À cet effet, ils doivent adresser à la direction des Établissements de crédit de la Banque de France, qui a procédé à l'instruction du dossier pour le compte du Comité, une lettre de confirmation accompagnée des justificatifs adéquats, tels que :

- acte constitutif ou modificatif,
- statuts définitifs,
- attestation de dépôt ou de transfert des fonds constituant le capital ou la dotation,
- acte de cession ou d'apport,

- procès-verbal d'assemblée générale ou de conseil d'administration ayant entériné les opérations,
- extrait du journal d'annonces légales en ayant porté publication,
- extrait de l'immatriculation au registre du commerce et des sociétés,
- état de la répartition du capital,
- etc.

Ces justificatifs doivent être transmis avant l'expiration du délai de mise en oeuvre prévu par la décision individuelle, lequel est généralement fixé à six mois. S'il n'a pas été justifié de la réalisation du projet au terme de ce délai et si, avant cette échéance, il n'a pas été demandé au secrétariat du Comité une prorogation pour une période de six mois au plus à compter du terme initial, la décision devient caduque. Le demandeur peut néanmoins, s'il souhaite maintenir son projet, soumettre au Comité un nouveau dossier, constitué selon les modalités prévues par la présente circulaire.

#### **IV-1. Décisions d'agrément**

Les agréments concernent, dans la quasi-totalité des cas, des sociétés (ou éventuellement, pour les établissements étrangers, des succursales) en cours de constitution ou de transformation. L'entrée en vigueur de telles décisions est alors subordonnée à une condition suspensive qui est soit la constitution effective de la société (ou l'ouverture de la succursale), soit la réalisation des modifications nécessaires à sa transformation. Lorsque les justifications en ont été produites, le secrétariat du Comité notifie à l'établissement concerné la date d'effet de son agrément. À défaut de justifications ou de demande motivée de prorogation dans le délai fixé par le Comité, la décision d'agrément devient caduque.

Dans l'hypothèse où la société qui fait l'objet de la demande d'agrément est déjà constituée et satisfait, au jour de la décision du Comité, à toutes les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, l'agrément peut être prononcé sans condition. Aucune justification supplémentaire n'est alors nécessaire et le demandeur peut commencer immédiatement son activité.

Il convient de rappeler que, lorsque l'agrément est entré en vigueur, l'établissement doit, dans un délai de douze mois, en faire usage, c'est-à-dire effectuer les opérations qui ont justifié sa délivrance. À défaut, en application des dispositions de l'article 19 de la loi bancaire, le Comité en prononce d'office le retrait.

En outre, conformément à l'article 23 de la loi bancaire, les établissements de crédit agréés en France sont tenus d'adhérer à un organisme professionnel ou à un organe central affilié à l'Association française des établissements de crédit.

#### **IV-2. Décisions d'autorisation**

Les autorisations données par le Comité à des projets de modification de la situation d'établissements sont le plus souvent prononcées à titre définitif ; ces opérations peuvent alors être réalisées dès la délivrance de l'autorisation.

Lorsque les décisions d'autorisation sont assorties de conditions suspensives, leur entrée en vigueur est reportée après la remise des justifications de la réalisation de ces conditions.

Dans l'un et l'autre cas, les opérations doivent être réalisées dans le délai fixé par le Comité à compter de la date de l'autorisation. À l'expiration de ce délai et comme indiqué plus haut, l'autorisation devient caduque si les justifications de sa réalisation n'ont pas été produites ou si elle n'a pas fait l'objet d'une demande motivée de prorogation.

---

#### **ANNEXE 1**

##### ***Description de l'établissement de crédit***

1. Nom, dénomination ou raison sociale, dénomination ou nom commercial de l'établissement de crédit ; adresse du siège social ou de la succursale en France s'il s'agit d'une entreprise étrangère.

2. Forme juridique et projet des statuts.

Il est rappelé qu'il incombe au Comité d'apprecier l'adéquation de la forme juridique de l'entreprise à l'activité d'établissement de crédit.

3. Nature des titres représentant le capital ; lien entre la détention de ces titres et l'exercice des droits de vote.

4. Montant du capital existant ou à constituer, ou montant de la dotation pour les succursales d'entreprises étrangères.

5. Répartition des actions (ou parts sociales) et des droits de vote ; existence d'accords entre des actionnaires agissant ensemble en vue d'orienter la politique de l'établissement (cf. article 7 du règlement n° 90-11 modifié).

Les apporteurs de capitaux appelés à détenir au moins 5 % des droits de vote doivent fournir les renseignements dont la liste figure en annexe 2 de la présente circulaire.

6. Identité des deux personnes — au moins — devant assurer la détermination effective de l'orientation de l'activité de l'entreprise, conformément à l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 modifiée.

Les dirigeants désignés doivent fournir les renseignements dont la liste figure en annexe 3 et produire un bulletin n° 3 de leur casier judiciaire. Pour les dirigeants de nationalité étrangère résidant depuis moins de trois ans en France, le bulletin de casier judiciaire est remplacé par un document délivré par les autorités compétentes de leur pays d'origine et attestant que l'intéressé n'est pas, aux termes de la réglementation de son pays, frappé d'une interdiction de diriger un établissement de crédit.

Les dirigeants des succursales françaises d'établissements étrangers doivent être désignés par les autorités compétentes du siège.

7. Identité des membres de l'organe délibérant et des associés non dirigeants des sociétés de personnes. Cette information doit être complétée, dans le cas des établissements non affiliés à un organe central, par la remise d'un curriculum vitae et d'une déclaration attestant qu'aucune de ces personnes ne tombe sous le coup des interdictions édictées à l'article 13 de la loi du 24 janvier 1984 modifiée.

8. Au cas où la personne morale pour laquelle l'agrément est demandé est déjà constituée, description de son activité et production de ses trois derniers bilans certifiés.

9. Description de l'activité projetée :

a. Nature et volume

- des différents types de concours (crédits, crédit-bail, garanties...) susceptibles de figurer au bilan ou au hors bilan,

- des autres services offerts à la clientèle (mise à disposition de moyens de paiement, gestion de patrimoines, ingénierie financière...).

b. Composition de la clientèle (particuliers, entreprises, investisseurs institutionnels) que l'établissement se propose d'approcher.

c. Nature des ressources envisagées : part respective des fonds propres, des concours des actionnaires, des titres de créances négociables ou obligataires, des dépôts du public, des emprunts sur le marché interbancaire...

d. Évolution de l'effectif susceptible d'être employé pendant les trois années à venir et de la masse salariale correspondante, répartis par catégories de personnel.

Éventuellement, modalités d'intéressement du personnel aux résultats et possibilités pour celui-ci de participer au capital.

e. Organisation et moyens prévus, notamment en matière :

- d'approche de la clientèle (création de guichets, recours à des intermédiaires ou démarcheurs<sup>1</sup>),

- de comptabilité et équipement informatique.

f. Bilans et comptes de résultats prévisionnels pour les trois prochains exercices. Niveau prévisionnel des principaux ratios de gestion à la fin de chaque exercice (couverture des risques, liquidité, coefficient de fonds propres et de ressources permanentes).

10. Mode de contrôle de l'établissement

a. Contrôle interne :

- organisation prévue pour l'application du règlement n° 90-08 ;

<sup>1</sup> En application du décret n° 72-781 du 22 août 1972 modifié, le recours au démarchage en vue d'opérations sur valeurs mobilières implique une déclaration d'intention auprès du Comité des établissements de crédit.

– méthodes de fixation des limites internes aux divers types de risques et procédures prévues pour assurer leur respect ;

– procédures prévues pour assurer le respect des règles de déontologie, notamment en matière d'opérations financières traitées avec la clientèle, et pour participer à la lutte contre le blanchiment des capitaux provenant de l'activité d'organisations criminelles ;

– composition et rôle éventuels d'un comité d'audit.

b. Contrôle externe :

– identité des commissaires aux comptes pressentis ;

– nature des missions confiées aux commissaires aux comptes.

c. Contrôle du siège ou de la maison-mère (cas de succursales ou de filiales d'établissements étrangers) :

– description des procédures de contrôle de la maison-mère sur ses succursales ou ses filiales étrangères ;

– description de la surveillance exercée par les autorités compétentes du pays d'origine sur les succursales ou les filiales étrangères.

11. Justification de la nature de l'agrément demandé :

· *Banques* :

Activités diversifiées comportant notamment la collecte de dépôts du public à vue ou à moins de deux ans de terme.

· *Sociétés financières* :

Activités de crédit spécialisées et/ou émission de moyens de paiement.

En fonction de l'objet des agréments délivrés, les sociétés financières peuvent être classées dans différentes catégories telles que le crédit à la consommation, le crédit d'équipement, le financement immobilier, le crédit-bail mobilier, le crédit-bail immobilier, l'affacturage, le cautionnement...

· *Sociétés financières « Maisons de titres »* :

Activités de gestion et de placement de valeurs mobilières, à l'exclusion de l'octroi de crédits et de la réception de dépôts du public non affectés.

12. Précisions complémentaires concernant les établissements spécialisés :

· *Sociétés financières* :

– Clientèle : nature, secteur d'activité, nationalité, lieu de résidence, dimension.

– Concours proposés : nature, forme, objet, principales modalités.

– Prévisions chiffrées : production annuelle et encours.

· *Sociétés financières « Maisons de titres »* :

– Clientèle : nature, secteur d'activité, nationalité, lieu de résidence, dimension.

– opérations : gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de la clientèle directe, avec ou sans mandat, ou collective, actions ou obligations... ;

gestion d'OPCVM (par l'intermédiaire de sociétés de gestion) ;

diffusion de produits financiers, démarchage<sup>1</sup> ;

placement d'emprunts, ducroire ou non ducroire ;

opérations pour compte propre ou pour compte de tiers :

– sur le marché secondaire, le Matif, le Monep... ;

– sur titres de créances négociables ;

– sur les instruments de gestion des risques de taux et de change ;

ingénierie financière.

– prévisions chiffrées : outre les bilans et comptes d'exploitation prévisionnels, ventilation détaillée des produits, montant annuel des flux d'opérations et des masses de titres gérés.

13. Date prévue de la réalisation de l'opération envisagée.

---

<sup>1</sup> En application du décret n° 72-781 du 22 août 1972 modifié, le recours au démarchage en vue d'opérations sur valeurs mobilières implique une déclaration d'intention auprès du Comité des établissements de crédit.

## ANNEXE 1 (SUITE)

**Modèle de lettre de demande d'agrément, de demande d'autorisation<sup>1</sup> ou de déclaration à adresser au gouverneur de la Banque de France, président du Comité des établissements de crédit**

---

Monsieur le Gouverneur,

En ma qualité de .....<sup>2</sup>,

j'ai l'honneur de solliciter du Comité des établissements de crédit :

- l'agrément en qualité de [nature de l'agrément] de la société [nom], [en vue de ...]<sup>3</sup> ;
- l'agrément de [nom de l'établissement étranger] en vue d'exploiter une succursale en France ;
- l'autorisation de ..... concernant [nom de l'établissement de crédit].

j'ai l'honneur de déclarer au Comité :..... .

Je vous adresse à cet effet le dossier ci-joint, établi conformément à la circulaire CEC-4.

Veuillez agréer, Monsieur le Gouverneur, l'expression de ma haute considération.

Signature

Monsieur le gouverneur de la Banque de France

Président du Comité des établissements de crédit

(À l'attention de la direction des Établissements de crédit)

---

## ANNEXE 2

**Renseignements à fournir par les apporteurs de capitaux (ou par l'établissement de crédit étranger<sup>4</sup> s'il s'agit d'une demande d'ouverture d'une succursale)**

(à transmettre avec la lettre dont le modèle figure en annexe 2a ou 2b)

---

Ces renseignements doivent être fournis par toute personne<sup>5</sup> appelée à détenir au moins 5 % des droits de vote d'un établissement de crédit ou d'un établissement financier visé à l'article 1er du règlement n° 90-11 modifié ou à devenir associé en nom. Toutefois les établissements ayant la qualité d'établissement de crédit en France sont dispensés de les fournir, à l'exception des points 1, 2, 3, 7-2e alinéa et 11.

Les rubriques 4 à 6, 9, 10, 13 et 16 n'ont pas à être servies lorsque l'apporteur de capitaux a déjà fourni les renseignements demandés au cours des douze derniers mois et qu'aucun changement notable de sa situation n'est à signaler.

---

1. Nom et adresse de l'établissement pour lequel ces renseignements sont fournis.

2. Identité de l'apporteur de capitaux.

Dans le cas d'une personne morale, indiquer la dénomination ou raison sociale, la dénomination ou nom commercial, la forme juridique, l'adresse du siège social ainsi que le n° Siren des sociétés de droit français. Communiquer ses statuts.

Dans le cas d'une personne physique, indiquer ses nom, prénom, date et lieu de naissance, nationalité et domicile. Cette personne doit-elle être désignée comme l'un des dirigeants de l'établissement ?

<sup>1</sup> L'établissement de crédit concerné peut, s'il le souhaite, formuler cette demande pour le compte de l'apporteur de capitaux.

<sup>2</sup> Indiquer la qualité du signataire : président, gérant, autre dirigeant social, mandataire spécialement habilité (joindre alors une justification de cette habilitation).

<sup>3</sup> Pour les sociétés financières

<sup>4</sup> Considéré dans ce cas comme l'apporteur de capitaux. Toutes les questions relatives à l'apporteur de capitaux portent ainsi sur l'établissement de crédit étranger.

<sup>5</sup> Cf. dispositions portant sur le traitement automatisé des informations nominatives rappelées en annexe 4

Indiquer si l'apporteur de capitaux doit être représenté au conseil d'administration de l'établissement de crédit; dans ce cas, s'assurer que ce représentant ne tombe pas sous le coup des interdictions édictées à l'article 13 de la loi du 24 janvier 1984.

3. Quel est le montant et le pourcentage de la participation prévue ? Quelle est son équivalence en droits de vote ? Décrire précisément le montage juridique et financier de l'opération d'acquisition des titres.

Indiquer le cas échéant :

- si l'opération est soumise à des formalités particulières au titre de réglementations telles que celles applicables aux investissements directs étrangers en France ou à certaines catégories d'entreprises (sociétés de bourse, entreprises d'assurances, etc.) et si ces formalités ont été accomplies ;

- si l'opération fait l'objet d'un dépôt de dossier au Conseil des bourses de valeurs : fournir alors la copie du projet de note d'information adressé pour visa à la Commission des opérations de bourse et des autres communiqués soumis à publicité financière obligatoire;

- si la notification à la Commission européenne, requise pour les opérations de dimension communautaire par le règlement CEE/4064/89 du 21 décembre 1989 relatif au contrôle des opérations de concentration entre entreprises, a été effectuée (cf. JO des Communautés européennes n° L 395/1 du 30 décembre 1989).

Fournir toutes informations utiles à ces sujets.

4. Quelle est la répartition du capital de l'apporteur de capitaux ? S'il y a lieu, préciser celle du capital de la maison-mère et des holdings intermédiaires (indiquer les pourcentages de détention en parts de capital et en droits de vote).

5. Citer les principaux dirigeants de l'apporteur de capitaux.

6. Quelle est l'activité de l'apporteur de capitaux ? S'il fait partie d'un groupe, fournir un descriptif des principales entités constituant le groupe, complété d'un organigramme.

L'apporteur de capitaux détient-il des participations significatives dans d'autres

établissements de crédit ? Le groupe auquel il appartient détient-il lui-même des participations significatives dans des établissements de crédit ? Si tel est le cas, donnez la liste de ces participations.

S'il s'agit d'un établissement de crédit étranger, décrire les principales participations (bancaires) du groupe.

L'apporteur de capitaux ou le groupe auquel il appartient ont-ils détenu des participations significatives dans d'autres établissements de crédit qu'ils auraient cédées depuis moins de cinq ans ?

7. L'apporteur de capitaux et les sociétés qui lui sont liées exercent-ils une activité financière ? Si oui, à quelles réglementations et à quelles autorités sont-ils soumis à ce titre ?

Fournir, le cas échéant, copie des autorisations nécessaires à l'opération.

Dans le cas d'un projet d'implantation de succursale par un établissement de crédit originaire d'un État non membre de l'Union européenne, donner toute indication utile sur le régime de garantie des dépôts auquel l'établissement adhère dans le pays d'origine.

8. Quelles procédures de contrôle interne et externe existent chez l'apporteur de capitaux ?

Quelles procédures de ce type s'appliqueront à la succursale, à la filiale ou à la participation<sup>1</sup> ?

9. Au cours des dix dernières années, l'apporteur de capitaux a-t-il fait l'objet d'une enquête ou d'une procédure professionnelle, administrative ou judiciaire présentant un caractère significatif ? À sa connaissance, des sociétés de son groupe se sont-elles trouvées dans la même situation ?

Éventuellement, cette enquête ou procédure a-t-elle abouti à une sanction ?

10. L'apporteur de capitaux est-il ou s'attend-il à être prochainement l'objet d'une procédure administrative, judiciaire ou amiable susceptible d'avoir une incidence significative sur sa situation financière ? À sa connaissance, des sociétés de son groupe sont-elles dans la même situation ?

Apporter tous les renseignements utiles.

---

<sup>1</sup> Ces indications sont à fournir si le demandeur n'a pas à les communiquer au titre de l'annexe 1 (point 10).

11. À quels objectifs répond la prise de participation dans l'établissement de crédit (ou la création de la succursale) ? Quels effets en attend l'apporteur de capitaux ? Apporter tous les renseignements utiles.

12. Des relations d'affaires significatives existent-elles entre l'apporteur de capitaux et l'établissement de crédit ? Comment ces relations devraient-elles évoluer à l'avenir ?

13. Quelles sont les principales relations bancaires en France de l'apporteur de capitaux ? Préciser l'ancienneté de ces relations.

14. Conformément aux dispositions de l'article 7 du règlement n° 90-11 modifié, sont assimilés aux droits de vote détenus par un apporteur de capitaux :

- les droits de vote possédés par d'autres personnes pour son compte ;
- les droits de vote possédés par les sociétés placées sous son contrôle effectif ;
- les droits de vote possédés par un tiers avec qui il agit, les droits de vote que l'apporteur de capitaux ou les autres personnes citées ci-dessus ;

sont en droit d'acquérir à leur seule initiative en vertu d'un accord.

Indiquer avec précision tous les accords existant en ces domaines.

15. L'apporteur de capitaux a-t-il donné ou envisage-t-il de donner en garantie des actions de l'établissement de crédit ? Si oui, préciser le bénéficiaire.

16. Communiquer les comptes de l'apporteur de capitaux ou de sa maison-mère pour les trois dernières années et une prévision pour l'année en cours (y compris les données consolidées le cas échéant). Si l'apporteur de capitaux est une institution financière, donner des éléments d'information sur ses principaux ratios de bilan.

Si l'apporteur de capitaux est une société cotée en bourse, fournir toutes indications utiles sur la cotation (nature des titres cotés, lieux de cotation).

Si l'apporteur de capitaux est une personne physique, fournir des indications sur sa situation patrimoniale.

17. Dans le cas d'apporteurs de capitaux originaires d'États n'appartenant pas à l'Union européenne, fournir, si le secrétariat du Comité le demande, toute indication utile sur les conditions d'implantation de succursales, de création de filiales ou de prise de participations dans des établissements de crédit, ainsi que sur les conditions d'exercice d'activités bancaires et financières dans le pays d'origine.

18. Fournir toute information supplémentaire susceptible d'éclairer le Comité des établissements de crédit.

Lorsque l'entreprise a fait l'objet, à sa demande, d'une notation de son programme d'émission, indiquer en particulier la ou les notations accompagné(es), le cas échéant, d'un commentaire.

## ANNEXE 2 A

***Modèle de lettre à adresser au gouverneur de la Banque de France, président du Comité des établissements de crédit, par les apporteurs de capitaux<sup>1</sup> avec les renseignements énumérés dans l'annexe 2***

Monsieur le Gouverneur,

En ma qualité de .....<sup>2</sup>, j'ai l'honneur de vous faire parvenir ci-joint les renseignements demandés par le Comité des établissements de crédit à l'occasion de la prise de participation que [nom de l'apporteur] se propose de réaliser dans le capital de [nom de l'établissement].

Je certifie que ces renseignements sont sincères et fidèles et qu'il n'y a pas, à ma connaissance, d'autres faits importants dont le Comité des établissements de crédit doive être informé.

<sup>1</sup> Cette lettre doit être transmise par toute personne qui se propose de détenir au moins 5 % des droits de vote d'un établissement de crédit ou de devenir associé en nom.

<sup>2</sup> Indiquer la qualité du signataire : président, gérant, autre dirigeant social, mandataire spécialement habilité (joindre alors une justification de cette habilitation).

Je m'engage à informer immédiatement le Comité de tout changement qui modifierait, de façon significative, les renseignements fournis<sup>1</sup>.

Par ailleurs, je m'engage également à fournir, chaque année, à [nom de l'établissement assujetti], [dont la société (nom) est associée ou actionnaire] ou [dont je suis l'associé ou l'actionnaire], les informations financières qu'il est conduit à transmettre aux autorités selon les dispositions réglementaires en vigueur<sup>2</sup>.

J'ai pris note des dispositions du premier alinéa de l'article 52 de la loi bancaire du 24 janvier 1984, en application desquelles le gouverneur de la Banque de France peut inviter les actionnaires ou sociétaires d'un établissement à fournir à celui-ci le soutien qui lui est nécessaire lorsque sa situation le justifie<sup>3</sup>.

Veuillez agréer, Monsieur le Gouverneur, l'expression de ma haute considération.

Signature

Monsieur le gouverneur de la Banque de France

Président du Comité des établissements de crédit

(À l'attention de la direction des Établissements de crédit)

## ANNEXE 2 B

### *Modèle de lettre à adresser au gouverneur de la Banque de France, président du Comité des établissements de crédit, par un établissement étranger pour l'implantation d'une succursale en France<sup>4</sup>*

Monsieur le Gouverneur,

En ma qualité de.....<sup>5</sup>, j'ai l'honneur de vous faire parvenir ci-joint les renseignements demandés par le Comité des établissements de crédit à l'occasion de la demande d'agrément de [nom de l'établissement] en vue d'exploiter une succursale en France.

Je certifie que ces renseignements sont sincères et fidèles et qu'il n'y a pas, à ma connaissance, d'autres faits importants dont le Comité des établissements de crédit doive être informé.

Je m'engage à informer le Comité, dans le délai d'un mois, de tout changement qui modifierait, de façon significative, les renseignements fournis<sup>6</sup>.

Au cas où cette demande serait acceptée par le Comité, l'établissement [nom de l'établissement] s'engage à apporter sans délai à sa succursale française les compléments de dotation qui pourraient lui être nécessaires pour lui permettre de satisfaire aux obligations de la réglementation en vigueur.

Veuillez agréer, Monsieur le Gouverneur, l'expression de ma haute considération.

Signature

Monsieur le gouverneur de la Banque de France

Président du Comité des établissements de crédit

(À l'attention de la direction des Établissements de crédit)

<sup>1</sup> Notamment ceux qui font l'objet du point n° 4 de l'annexe « Renseignements à fournir par les apporteurs de capitaux » (répartition du capital de l'apporteur de capitaux et, éventuellement, de celui de la maison-mère du groupe dont il fait partie).

<sup>2</sup> Ce paragraphe ne s'applique qu'aux personnes se proposant de détenir au moins le dixième des droits de vote. Il ne concerne pas les associés ou actionnaires qui sont eux-mêmes des établissements assujettis ou des établissements de crédit agréés dans un autre État membre de l'Union européenne.

<sup>3</sup> Des rédactions appropriées de ce paragraphe comportant des engagements spécifiques peuvent, le cas échéant, être demandées aux principaux actionnaires ou associés, directs ou indirects.

<sup>4</sup> Ne concerne pas les succursales d'établissements de crédit communautaires.

<sup>5</sup> Indiquer la qualité du signataire : président, gérant, autre dirigeant social, mandataire, spécialement habilité (joindre alors une justification de cette habilitation).

<sup>6</sup> Notamment ceux qui font l'objet du point n° 4 de l'annexe « Renseignements à fournir par les apporteurs de capitaux » (répartition du capital de l'établissement étranger et, éventuellement, de celui de sa maison-mère).

## ANNEXE 3

**Renseignements à fournir par les dirigeants des établissements de crédit**

(à transmettre avec la lettre dont le modèle figure en annexe 3 (suite))

Ces renseignements doivent être fournis par toute personne<sup>1</sup> appelée à exercer des fonctions de direction, au sens de l'article 17 de la loi bancaire, dans un établissement de crédit.

Toutefois, les personnes ayant fourni depuis moins de cinq ans les informations requises au titre de précédentes fonctions de dirigeant dans un établissement du même groupe sont dispensées de transmettre ces renseignements lorsqu'elles sont appelées à de nouvelles fonctions de dirigeant.

1. Nom de l'établissement pour lequel ces renseignements sont fournis.

2. Identité du dirigeant :

- nom et prénoms
- date et lieu de naissance
- nationalité

– adresse personnelle (indiquer le lieu de résidence envisagé à la suite de la prise de fonctions s'il est différent)<sup>2</sup>

3. Qualification et expérience :

Fournir un curriculum-vitae indiquant notamment

- la date et le lieu d'obtention des diplômes ;
- les fonctions exercées au cours des dix dernières années avec le nom, le lieu et la nature de l'activité du ou des employeurs, ainsi que la nature de l'expérience acquise et le niveau des responsabilités exercées.

Les responsabilités visées par ce questionnaire (questions 3, 8, 9 et 11) doivent être appréciées en fait. Elles peuvent recouvrir des situations très diverses : fonctions de mandataire social, fonctions importantes de direction, fonctions d'administrateur

ou fonctions de même nature dans une entreprise qui exerce elle-même une influence notable sur la gestion de la ou des sociétés en cause. Si cette responsabilité s'exerce sur un groupe de sociétés, mentionnez le nom de la société mère et joignez un organigramme du groupe.

4. Niveau de connaissance en français.

5. Dans l'exercice de vos fonctions, agirez-vous en concertation ou en suivant les instructions d'une autre personne physique ou morale extérieure à l'établissement ? Dans l'une de ces éventualités, donnez toutes précisions utiles.

6. Nature exacte des fonctions que vous exercerez. Décrivez les tâches de direction que vous prendrez directement en charge et précisez les modalités de votre association aux responsabilités confiées aux autres dirigeants désignés au titre de l'article 17 de la loi bancaire.

7. <sup>3</sup> Avez-vous été au cours des dix dernières années ou êtes-vous un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité d'une entreprise autre que celle mentionnée à la question 1 ? Si oui, précisez le nom et l'activité de ces entreprises ainsi que le montant de votre participation.

8. <sup>3</sup> Parmi les entreprises dans lesquelles vous avez exercé ou exercez des responsabilités, ou dont vous avez été ou êtes un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité, indiquez celles qui, à votre connaissance, entretiennent, ou pourraient prochainement entretenir des relations d'affaires significatives avec l'établissement mentionné à la question 1.

9. <sup>3</sup> À votre connaissance, l'une des entreprises dans lesquelles vous avez exercé ou exercez des responsabilités ou dont vous avez été ou êtes un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité, s'est-elle vue refuser ou

<sup>1</sup> Cf. dispositions portant sur le traitement automatisé des informations nominatives rappelées en annexe 4.

<sup>2</sup> Il est rappelé qu'il convient, en principe, que les dirigeants résident à proximité du siège principal d'activité.

<sup>3</sup> Questions 7, 8, 9 et 11 : un actionnaire significatif est celui qui détient au moins 5 % des droits d'une société.

D'une façon générale, les renseignements demandés sur les entreprises mentionnées aux questions 7, 8, 9 et 11 portent uniquement sur la période où la personne concernée a eu des responsabilités dans lesdites entreprises et la période immédiatement consécutive à la cessation de ces fonctions (jusqu'à un an après ladite cessation). Aucune mention ne doit être faite de faits ayant donné lieu à amnistie.

En outre, les renseignements concernant des entreprises non assujetties à la loi bancaire sont communiqués dans la mesure où cette transmission n'est pas interdite par une obligation de discrétion.

retirer une autorisation ou un agrément dans le domaine bancaire ou financier, en France ou à l'étranger ? Si oui, donnez des précisions. Si une demande de cette nature a été refusée, ou si une autorisation a été retirée, donnez toutes précisions utiles.

10. Avez-vous été l'objet, dans le cadre de votre activité professionnelle, en France ou à l'étranger, d'une enquête ou d'une procédure professionnelle, administrative ou judiciaire ayant donné lieu à une sanction ? Donnez le cas échéant toutes précisions utiles.

11.<sup>1</sup> Avez-vous ou envisagez-vous d'avoir prochainement recours à un arrangement amiable avec vos créanciers ou à toute autre procédure judiciaire ou extra-judiciaire, en France ou à l'étranger, ayant pour objet l'apurement de dettes que vous n'auriez pu honorer conformément à vos engagements initiaux ?

Avez-vous connaissance de telles éventualités concernant les entreprises dans lesquelles vous avez exercé ou exercez des responsabilités, ou dont vous avez été ou êtes un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité ?

Donnez le cas échéant toutes précisions utiles.

12. Avez-vous fait l'objet d'une procédure disciplinaire ou d'une révocation par l'un de vos employeurs ? Dans l'affirmative, donnez toutes précisions utiles.

13. Entendez-vous, le cas échéant, effectuer, directement ou par personne interposée, des opérations personnelles ou professionnelles avec l'établissement mentionné à la question 1 ? Si oui, donnez toutes précisions utiles.

14. Êtes-vous un apporteur de capitaux de l'établissement mentionné à la question 1 et avez-vous fourni les renseignements demandés à cette occasion ?

15. Fournissez toute information supplémentaire susceptible d'éclairer le Comité des établissements de crédit.

#### ANNEXE 3 (SUITE)

***Modèle de lettre à adresser au gouverneur de la Banque de France, président du Comité des établissements de crédit, avec les renseignements énumérés dans l'annexe 3***

Monsieur le Gouverneur,

Devant être désigné en qualité de dirigeant responsable au sens de l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 modifiée de [nom de l'établissement de crédit], en vue d'exercer la fonction de [...], j'ai l'honneur de vous faire parvenir les renseignements demandés par le Comité des établissements de crédit.

Je certifie que ces renseignements sont sincères et fidèles et qu'il n'y a pas, à ma connaissance, d'autres faits importants dont le Comité doive être informé. Je certifie, en particulier, ne pas tomber sous le coup des interdictions édictées à l'article 13 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit. À cet égard, je vous adresse ci-joint [un extrait de casier judiciaire (Bulletin n° 3)]<sup>2</sup> [une attestation tenant lieu d'extrait de casier judiciaire]<sup>3</sup>.

<sup>4</sup> [Devant être désigné en qualité de dirigeant responsable au sens de l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 modifiée de [nom de l'établissement de crédit], en vue d'exercer la fonction de [...], j'ai l'honneur de confirmer les renseignements que je vous ai fait parvenir à

<sup>1</sup> Questions 7, 8, 9 et 11 : un actionnaire significatif est celui qui détient au moins 5 % des droits d'une société.

D'une façon générale, les renseignements demandés sur les entreprises mentionnées aux questions 7, 8, 9 et 11 portent uniquement sur la période où la personne concernée a eu des responsabilités dans lesdites entreprises et la période immédiatement consécutive à la cessation de ces fonctions (jusqu'à un an après ladite cessation). Aucune mention ne doit être faite de faits ayant donné lieu à amnistie.

En outre, les renseignements concernant des entreprises non assujetties à la loi bancaire sont communiqués dans la mesure où cette transmission n'est pas interdite par une obligation de discrétion.

<sup>2</sup> Un extrait de casier judiciaire doit être adressé par les personnes résidant en France depuis trois ans au moins.

<sup>3</sup> Une attestation tenant lieu d'extrait de casier judiciaire, émanant de l'autorité compétente du pays où le déclarant résidait précédemment et comportant la désignation de l'autorité signataire et du pays concerné, doit être adressée par les personnes ne résidant pas en France depuis trois ans au moins.

<sup>4</sup> Formule alternative remplaçant les deux premiers paragraphes de la lettre, à remplir par toute personne exerçant déjà les fonctions de dirigeant responsable dans un autre établissement assujetti du même groupe.

l'occasion de ma désignation précédente et je certifie qu'il n'y a pas à ma connaissance d'autres faits importants dont le Comité doive être informé. Je vous adresse ci-joint un curriculum-vitae actualisé].

Je m'engage à informer immédiatement le Comité des établissements de crédit de tout changement qui modifierait de façon significative les renseignements fournis.

Par ailleurs, je m'engage à veiller à ce que l'établissement dans lequel je suis appelé à exercer les fonctions de dirigeant fournisse aux autorités bancaires, notamment au Comité des établissements de crédit et à la Commission bancaire, les renseignements requis par la réglementation concernant son organisation administrative et comptable, sa situation financière ainsi que celle de ses associés ou actionnaires.

Veuillez agréer, Monsieur le Gouverneur, l'expression de ma haute considération.

Signature

Monsieur le gouverneur de la Banque de France  
Président du Comité des établissements de crédit  
(À l'attention de la direction des Établissements de crédit)

---

Les informations relatives à ces personnes physiques sont : nom patronymique, nom marital, prénoms, date de naissance, fonction exercée, dates de début et de fin de fonction.

La fourniture de ces informations présente un caractère obligatoire et le défaut de réponse ne permet pas l'examen du dossier.

#### **– Destinataires des informations**

L'ensemble des informations traitées sont destinées :

- au Comité des établissements de crédit,
- à la Commission bancaire,
- à différents services de la Banque de France.

#### **– Droit d'accès et de rectification**

Le droit d'accès aux informations enregistrées dans la Bafi s'exerce auprès de la Banque de France, direction des Établissements de crédit, 40-1355, 75049 Paris Cedex 01.

La communication des informations a lieu, au plus tard, le huitième jour ouvré suivant la formulation de la demande du droit d'accès.

Il est procédé à la correction des erreurs éventuelles dans les huit jours ouvrés suivant la communication de l'information rectificative. L'intéressé est avisé par lettre de la rectification.

---

#### **ANNEXE 4**

##### ***Dispositions portant sur le traitement automatisé des informations visées par la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés***

###### **– Catégories d'informations nominatives enregistrées**

Les personnes physiques recensées dans la Base de données des agents financiers (Bafi) le sont au titre des établissements relevant de la loi du 24 janvier 1984, pour les besoins de la Banque de France, du secrétariat du Comité des établissements de crédit et du secrétariat général de la Commission bancaire<sup>1</sup>.

##### **Bulletin officiel Commission bancaire**

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

###### **Instruction n° 94-01**

– en date du 21 janvier 1994  
relative au contrôle des grands risques.

###### **Instruction n° 94-02**

– en date du 21 janvier 1994

<sup>1</sup> Arrêté du Conseil général de la Banque de France en date du 1<sup>er</sup> octobre 1992 relatif à la base de données des agents

financiers – BAIFI (Bulletin trimestriel de la Banque de France n° 84 de décembre 1992).

relative à la détermination des établissements de crédit soumis à l'obligation de transmettre chaque mois des états périodiques.

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

du 1<sup>er</sup> février au 28 février 1994

**Textes législatifs et gouvernementaux**

**JO DU 3 FEVRIER 1994**

- Arrêté du 2 février 1994 fixant les modalités de la privatisation de la société nationale Elf-Aquitaine.
- Arrêté du 2 février 1994 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % Juillet 1997 remis en paiement des actions de la société nationale Elf-Aquitaine cédées par l'Entreprise de recherches et d'activités pétrolières (Erap) par offre publique de vente du 3 février 1994.
- Avis de la commission de la privatisation du 1<sup>er</sup> février 1994 relatif à la valeur minimum de la société nationale Elf-Aquitaine.

**JO DU 5 FEVRIER 1994**

- Arrêté du 4 février 1994 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire.
- Arrêté du 4 février 1994 relatif aux taux d'intérêt des dépôts et des prêts d'épargne-logement et au montant de la prime propre au régime des plans et des comptes d'épargne-logement.
- Avis relatif à la désignation de représentants des régions au Conseil national du crédit (M. Chantelat Pierre, président du conseil régional de Franche-Comté et M. Kaltenbach Jean, président du conseil régional de Champagne-Ardennes).

**JO DU 10 FEVRIER 1994**

- Arrêté du 1<sup>er</sup> février 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de décembre 1993.

**ANNEXE AU JO DU 10 FEVRIER 1994**

- Accord sur l'Espace économique européen, signé à Porto le 2 mai 1992 et protocole portant adaptation dudit accord, signé à Bruxelles le 17 mars 1993.

**JO DU 12 FEVRIER 1994**

- Décret n° 94-123 du 11 février 1994 modifiant le code de la construction et de l'habitation en ce qui concerne l'épargne-logement (prime d'épargne).
- Arrêté du 4 février 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 21 février 1995 pour les obligations à taux révisable et à option d'échange de la deuxième tranche de l'emprunt d'État Février 1985 (code Sicovam n° 4 193).
- Arrêté du 4 février 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 12 mars 1995 pour les obligations à taux révisable et à option d'échange de la deuxième tranche de l'emprunt d'État Mars 1984 (code Sicovam n° 8 278).
- Arrêté du 1<sup>er</sup> février 1994 portant nomination au Comité consultatif créé par la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984.

**JO DU 13 FEVRIER 1994**

- Loi n° 94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle.

**JO DU 17 FEVRIER 1994**

- Arrêté du 8 février 1994 portant nominations au Conseil national du crédit.
- En qualité de représentants des régions : MM. Pierre Chantelat et Jean Kaltenbach.
- En qualité de représentants de l'Assemblée nationale : MM. Michel Inchauspé et Jean-Marc Ayrault.

En qualité de représentants du Sénat :  
MM. Jean Arthuis et Paul Loridan.

JO DU 18 FEVRIER 1994

- Arrêté du 17 février 1994 fixant les attributions d'actions de la société nationale Elf-Aquitaine aux personnes physiques et précisant le prix du placement en France et sur le marché international.
- Avis aux porteurs des bons des Postes et Télécommunications 9,70 % 1979 (code 8 360).

JO DU 20 FEVRIER 1994

- Décret n° 94-146 du 18 février 1994 pris en application de l'article 9 de la loi quinquennale n° 93-1313 du 20 décembre 1993 relative au travail, à l'emploi et à la formation professionnelle.

JO DU 27 FEVRIER 1994

- Décret n° 94-172 du 25 février 1994 portant application de l'article 11 de l'ordonnance du 2 janvier 1959 portant loi organique relative aux lois de finances.

JO DU 28 FEVRIER 1994

- Décret n° 94-175 du 28 février 1994 modifiant le décret n° 68-23 du 3 janvier 1968 modifié portant organisation administrative et financière de la Commission des opérations de bourse.
- Arrêté du 8 février 1994 relatif au budget pour 1994 du Centre français du commerce extérieur.

# LES BANQUES CENTRALES ET L'INFORMATION DES MARCHÉS

La communication est devenue partie intégrante de la politique monétaire, depuis que les moyens d'information modernes tiennent en alerte les marchés et que le rôle de ces derniers a été renforcé par la déréglementation. La continuité, la clarté et la vraisemblance doivent être la règle, même si toute conservation tolère des silences.

---

ROBERT RAYMOND<sup>1</sup>  
Directeur général du Crédit  
à la Banque de France

- Les banques centrales doivent aujourd'hui mener parallèlement des actions quantitatives — des interventions sur les marchés — et une communication — des signaux qu'elles envoient au marché.
- La théorie moderne réintroduit un élément psychologique dans la régulation monétaire qui, avec la recherche des corrélations statistiques et le monetarisme, avait plutôt été considéré depuis la seconde guerre mondiale comme une mécanique précise.
- Sur le long terme, la crédibilité d'une banque centrale, c'est-à-dire la confiance que le marché accorde aux signaux qu'elle émet, dépend de la cohérence des messages, de la continuité des intentions et de la concordance des résultats.

- Les difficultés auxquelles se heurte la mise en œuvre de ces principes — volatilité des agrégats monétaires, contrainte extérieure, pression socio-politique — peuvent être surmontées par une plus grande attention portée au maniement des taux d'intérêt, une coordination permanente entre banques centrales et l'indépendance de celles-ci.
- Pour l'exécution quotidienne de leur mission, les autorités monétaires ont besoin que les marchés transmettent bien leurs impulsions. Elles doivent donc trouver un compromis optimal entre tout dire et ne rien dire, tout en restant fidèles au principe de continuité du discours.

---

<sup>1</sup> Communication présentée au 14<sup>e</sup> Symposium international organisé par Swiss Commodities, Futures and Options Association (SCFOA) à Bürgenstock (Suisse), les 9-12 septembre 1993

L'information des marchés a accompli des progrès spectaculaires qui ont modifié le comportement des opérateurs.

Dans la théorie classique, le prix se fixe spontanément au point d'équilibre des offres et des demandes concurrentielles. On supposait autrefois que l'échelle des prix désirés par les vendeurs et celle des prix acceptés par les acheteurs dépendaient des stocks non seulement pour les marchandises, mais aussi pour les capitaux : état de la liquidité, inventaire des projets d'investissement, etc. Sur ces bases simplifiées, le cours des actions et les taux d'intérêt refléteraient la situation instantanée d'un marché.

L'analyse des taux d'intérêt par Wicksell et Keynes, l'identification des cycles économiques, l'amélioration des instruments de prévision par le recours à l'économétrie (même si les modèles ne permettent pas de prévoir les chocs et les ruptures), ont conduit les gestionnaires de capitaux (épargnants ou institutions) à introduire le temps dans les raisonnements sur lesquels ils fondent leurs placements. En d'autres termes les échelles de prix désirés ou acceptés sont devenues mobiles. Elles se déplacent au gré des anticipations des opérateurs en matière d'inflation et de rendement.

Le taux de change est le vecteur de la transmission de l'inflation d'une économie ouverte à l'autre. Change et inflation sont liés aux politiques monétaires des différents pays. L'opinion du marché sur ces politiques joue donc un rôle dominant dans les prises de position. C'est pourquoi les opérateurs accordent une grande importance à toute information venant des autorités monétaires, qu'il s'agisse de décisions ou de commentaires reflétant des intentions.

Les banques centrales, aujourd'hui, et tous ceux qui autour d'elles ont une influence sur la politique monétaire, doivent mener parallèlement des actions quantitatives — des interventions sur les marchés monétaire ou de change — et une communication — des signaux qu'elles envoient au marché.

D'habitude, un économiste parlerait des quantités, c'est-à-dire de l'effet des instruments de la politique monétaire. Pour changer, examinons la communication. Elle a deux horizons : le long terme et la vie quotidienne.

## 1. Long terme : la crédibilité

### 1.1. Bases théoriques

La théorie des anticipations rationnelles fondées à l'origine sur les travaux de Lucas nous invite à prêter attention au concept de crédibilité de la politique monétaire développé par Barro et Gordon. La théorie moderne réintroduit un élément psychologique dans la régulation monétaire qui, avec la recherche de corrélations statistiques et le monétarisme, avait plutôt été considérée depuis la guerre comme une mécanique précise.

Si le public est aussi bien informé que la banque centrale (pas d'asymétrie de l'information), et si ces deux partenaires développent les mêmes conclusions logiques à partir des mêmes prémisses, il ne devrait s'établir entre eux aucune de ces situations conflictuelles que traduisent parfois les crises de change, les crises boursières, les crises de système.

Dans la pratique, il arrive que les logiques diffèrent et s'affrontent. Les crises de change, qui se sont succédées depuis septembre 1992, montrent un désaccord entre les intentions affichées par certaines banques centrales de maintenir la parité de leur monnaie vis-à-vis du deutschemark et le sentiment du marché. Dans certains cas, lorsque la monnaie en cause était surévaluée, le marché a jugé non crédibles les plans ou les intentions d'ajustement de l'économie destinés à rétablir la convergence. Dans d'autres cas, sans anomalies des taux de change, le marché a pensé que les conditions économiques, sociales et politiques du moment dans un pays exigeaient une modification des taux d'intérêt et du taux de change,

indépendamment des « fondamentaux ». Ces exemples montrent qu'il n'y a pas d'accord sur un modèle de fonctionnement de l'économie, et notamment sur les effets des taux d'intérêt.

La crédibilité d'une banque centrale dépend de la capacité d'agir qui lui est reconnue. Or sa capacité d'action dépend de nombreux facteurs institutionnels et socio-politiques. Elle est sans doute plus grande dans certains pays que dans d'autres. Elle est évaluée par le marché sur la base de l'expérience acquise. La confiance que le marché accorde aux signaux émis dépend de la cohérence des messages, de la continuité des intentions et de la concordance des résultats sur une longue période.

Il importe donc que la banque centrale ait conscience de la marge de manœuvre qu'on lui reconnaît, et que son discours soit cohérent avec celle-ci. En même temps, c'est par les décisions qu'elle prend et leur succès, et non par le seul discours, qu'elle peut améliorer sa crédibilité. Plus celle-ci augmente, plus le discours peut être offensif. Plus le discours est offensif et jugé crédible, plus il tend à se substituer à l'action en partie, selon le principe : il faut montrer ses troupes pour ne pas avoir à s'en servir.

C'est ainsi qu'une banque centrale moins crédible qu'une autre doit, pour obtenir un résultat équivalent, maintenir des taux d'intérêt plus élevés, l'écart constituant dans l'esprit du marché une prime de risque.

## **1.2. Contenu des signaux**

Pour élaborer l'information qu'elle donne aux marchés, la banque centrale doit s'inspirer des trois principes déjà énoncés.

### **1.2.1. La cohérence des messages**

Pour être crédibles, les messages doivent faire référence à un objectif final constant. Au moment de la grande inflation, la référence explicite à la recherche d'un taux d'inflation bas s'est généralisée. Dans un nombre croissant de pays, et dans le traité de Maastricht lui-même, cela est inscrit dans les statuts de la banque centrale.

Dans beaucoup de pays les banques centrales sont restées attachées à la publication d'objectifs de croissance du stock de monnaie, ou du volume des crédits distribués à l'économie. Elles y voient le moyen d'illustrer concrètement et périodiquement le principe général qui les guide. Elles cherchent ainsi à poser des jalons pour l'avenir, qui peuvent être vus par les acteurs économiques et commentés par les économistes. Il est très important que ces objectifs intermédiaires ou ces prévisions normatives réconcilient de façon crédible la réalité présente et l'objectif final. En particulier, si l'économie a subi un choc inflationniste, il faut tracer un cheminement qui aille dans la bonne direction suffisamment vite, mais qui paraisse pouvoir être suivi. Une des situations les plus délicates est celle où il existe un désaccord entre les estimations officielles et les prévisions des instituts privés.

Le choix d'un objectif de taux de change fixe avec une monnaie non inflationniste est une autre manière de fixer les anticipations. Ce choix consiste à acheter la crédibilité d'une autre banque centrale.

### **1.2.2. La continuité de l'action**

Puisque la crédibilité ne peut être acquise qu'avec le temps, les autorités monétaires ont, au moins en Europe, tendance à privilégier une stratégie à moyen terme et à éliminer les politiques de « stop and go ». Cette préférence a été plus précoce et a paru plus forte dans certains pays comme l'Allemagne que dans d'autres. Poussée à son point extrême, elle conduit à réduire au lieu d'exagérer les mesures contracycliques, notamment dans la manœuvre des taux d'intérêt.

### **1.2.3. La concordance des résultats**

Les résultats sont le juge d'une politique.

L'indice des prix exprime le succès ou l'échec d'une politique, mais il concerne le passé.

Les déviations par rapport aux jalons qui servent d'objectifs dits intermédiaires ou opérationnels menacent évidemment la crédibilité. Les autorités doivent, si elles le peuvent, expliquer clairement leurs causes et indiquer que ces écarts ne compromettent pas leur vision à moyen terme, l'objectif final permanent. Si tel n'est pas le cas, elles doivent annoncer des mesures correctrices. Elles doivent alors le faire rapidement.

### 1.3. *Limites*

La cohérence à moyen terme entre les informations données par les banques centrales et leur action ne va naturellement pas dans la pratique sans difficultés. J'en commenterai trois.

#### 1.3.1. La volatilité des agrégats monétaires

Dans tous les pays où la déréglementation et l'innovation financière se sont développées, d'importants phénomènes de substitution entre actifs financiers se sont traduits par une assez grande volatilité des agrégats monétaires, au point de provoquer dans les pays anglo-saxons une véritable crise de confiance dans la validité des objectifs intermédiaires. Cette instabilité a été moins forte en Europe continentale.

Le message des banques centrales s'est adapté à cet environnement plus fluide. Les objectifs de croissance ont été exprimés par des fourchettes. Le contenu des agrégats a été révisé. On a préféré des agrégats larges aux agrégats étroits ; en effet les substitutions se produisent à l'intérieur des premiers sans en bouleverser le total.

L'état d'esprit a évolué et les objectifs quantitatifs sont plutôt considérés maintenant comme des indicateurs privilégiés. Ce changement a été accepté dans l'ensemble par l'opinion.

En contrepartie, on estime que les intentions des banques centrales se manifestent davantage par les changements des taux directeurs ou des taux de marché à très court terme. Ce transfert est cohérent avec le fait que les marchés jouent un rôle croissant.

On observe d'ailleurs parfois une déconnexion entre les taux effectifs d'intervention d'une banque centrale (le taux des appels d'offres par exemple) et les taux officiels. Changer les seconds indique la direction dans laquelle les premiers se déplaceront les jours suivants. Les banques centrales d'Europe continentale, ou le Système de Réserve fédérale avec son taux d'escompte, excellent à jouer sur ce clavier.

#### 1.3.2. La contrainte extérieure

Les efforts accomplis depuis la seconde guerre mondiale ont largement accru le commerce international et ouvert les marchés de capitaux. Le taux de change, fortement influencé par les mouvements de capitaux, est devenu essentiel pour l'inflation et l'économie réelle.

Les difficultés peuvent naître de deux façons.

Dans un régime de flottement du taux de change, les phénomènes bien connus de surréaction, analysés notamment par Dornbusch, peuvent porter le taux de change, en baisse ou en hausse, à un niveau incompatible avec la régulation économique recherchée.

Dans un régime de changes fixes, le conflit éventuel entre objectifs internes et externes vient des chocs sur la liquidité induits par les interventions des banques centrales sur les marchés de change, lorsqu'elles atteignent une certaine dimension. La théorie a depuis longtemps analysé ce type de conflit.

La réponse à ces risques d'incompatibilité est donnée, dans une perspective à long terme, par une coordination permanente entre banques centrales des objectifs à la fois de prix et de quantité de

monnaie. Cet effort peut être de nature à rendre crédible la grille de parité. L'histoire récente du Système monétaire européen (SME) nous montre bien comment le marché réagit :

- bonne crédibilité de la coordination de 1987 à l'été 1992, avec une amélioration régulière de la convergence des résultats ;
- perte de crédibilité l'été 1992, due aux difficultés de ratification du traité de Maastricht et à la prise de conscience de l'existence d'un choc asymétrique subi par l'économie allemande.

### 1.3.3. La pression socio-politique

Au cours de la période récente, les marchés ont pu douter de la capacité du corps social à accepter des mesures dites de rigueur. Pour que la politique monétaire soit réputée efficace, il faut qu'elle soit jugée soutenable. La réponse à cela consiste à rendre la banque centrale indépendante. En ce cas une seule institution est responsable à la fois de l'action et du message en matière monétaire, et elle n'a pas à se déterminer en fonction d'arguments politiques.

C'est seulement après une telle réforme que peuvent se poser des questions relatives à la responsabilité des dirigeants. Dans une banque centrale indépendante, cette responsabilité doit être collective. C'est le contrepoids au fait que, pour être indépendants, les dirigeants bénéficient d'un mandat de longue durée qui les soustrait aux pressions politiques.

Il est douteux qu'en matière économique ou politique on puisse rendre des hommes responsables au sens légal du terme, c'est-à-dire passibles d'amendes ou d'emprisonnement. En revanche on peut et on doit leur demander de s'expliquer devant l'opinion ou ses représentants. Les banques centrales indépendantes sont donc assujetties à des obligations de communication : rapports annuels et de plus en plus mensuels, auditions devant les parlementaires, etc.

### 1.4. Exemples

Chacun peut juger de l'état de la crédibilité dans les principaux pays. Il serait cependant délicat pour un banquier central d'émettre ses propres jugements.

La Banque fédérale d'Allemagne est la plus souvent citée comme un exemple de forte crédibilité. Elle est indépendante, insiste sur la stratégie à moyen terme, calcule ses objectifs annuels sur la base d'un potentiel de production non inflationniste, a un discours constamment en éveil sur l'inflation et se montre toujours prête à relever les taux d'intérêt.

La crédibilité de la politique monétaire en France a été acquise par dix ans d'efforts continus et de gestion orthodoxe, mais il y manquait l'indépendance de la banque centrale. Cette réforme vient d'être réalisée.

En Angleterre, la Banque centrale ne gère pas la politique monétaire de façon indépendante et le guidage des opérateurs a souffert de l'instabilité des agrégats monétaires. On peut estimer que la décision de faire entrer la livre sterling dans le mécanisme de change du SME visait à donner un objectif opérationnel clair aux marchés.

Aux États-Unis, la Banque centrale a souvent mené une politique contracyclique plus accusée qu'ailleurs, ce qui était facilité par le flottement du dollar et une sensibilité faible des prix aux variations du taux de change. La reconquête de la crédibilité a été assurée par la politique très énergique de Paul Volker qui a montré la capacité de l'institution à imposer de lourds sacrifices en termes de taux d'intérêt et de surévaluation du change.

## 2. Court terme : le dialogue

Pour l'exécution quotidienne de leur mission, les autorités monétaires (banque centrale et secteurs compétents de l'administration) doivent trouver un compromis optimal entre tout dire et ne rien dire. Elles doivent aussi, au jour le jour, rester fidèles au principe de continuité du discours déjà mentionné.

### 2.1. Transparency

Désireuses de modifier l'équilibre économique, les banques centrales ont besoin que les marchés transmettent bien leurs impulsions. Elles souhaitent donc en principe dialoguer avec eux.

Pour s'adresser aux marchés, les pouvoirs publics doivent fournir des données et peuvent les assortir de commentaires. Les banques centrales, plus particulièrement, émettent des communiqués et publient leurs décisions de politique monétaire.

#### 2.1.1. Les données et leur commentaire

La plupart des données chiffrées, relatives à l'économie réelle, aux prix, aux cours et aux taux d'intérêt, sont divulguées par le secteur public. La règle doit être que le mode d'établissement et de publication résultent d'une méthodologie annoncée à l'avance et indépendante des pressions politiques.

Aussi bien les instituts de statistiques que les banques centrales, dans leurs domaines de compétence, publient périodiquement des commentaires. Par leur contenu technique, ils ont le mérite — s'ils sont bien faits — de dissiper les malentendus et de nourrir des anticipations rationnelles.

Ces commentaires peuvent aussi exprimer des jugements et, de la part des banques centrales, être porteur de messages, exprimer des intentions.

Les banques centrales sont assez prudentes sur ce terrain, mais on voit que leur crédibilité est confrontée avec celle des commentateurs privés et de tous ceux qui expriment des opinions. D'où l'importance du rôle des « gourous » à New York, par exemple, ou des nombreuses appréciations qui ont été formulées de mi-1992 à mi-1993 sur la viabilité du SME.

#### 2.1.2. Les décisions et communiqués des autorités monétaires

Les décisions de politique monétaire peuvent trouver leur raison d'être dans la parution et l'analyse de données chiffrées, ou dans des événements extérieurs qui justifient une réaction. Elles peuvent être ou non assorties de communiqués généralement brefs, les banques centrales empruntant volontiers le style souverain qui sied à leur fonction. Elles ont le moyen de s'adresser au marché par des décisions symboliques ou adoptées à des dates inusitées et qui, comme telles, montrent un changement d'orientation ou, parfois, confirment au contraire une orientation antérieure à laquelle le marché ne croyait plus. Il existe ainsi une variété de situations, bien connue des opérateurs.

Il est inutile de préciser que les responsables des marchés dans les banques centrales s'intéressent de très près aux réactions des opérateurs aux décisions ou communiqués. Il est toujours difficile de revenir sur une décision récente — sauf événement nouveau — en raison du risque de perte de crédibilité. Cela se produit rarement, mais il ne faut pas hésiter à le faire si cela s'impose.

Un choix qui s'offre aussi aux autorités monétaires, après qu'elles aient choisi une orientation nouvelle (par exemple, relever ou abaisser les taux d'intérêt), concerne la rapidité du mouvement : thérapie de choc ou évolution progressive, mesures groupées ou échelonnées. Dans une certaine mesure, il s'agit d'un problème de communication, selon l'effet que l'on veut produire : rassurer et non effrayer les marchés, entretenir des anticipations, etc.

Pour ce qui est des déclarations des dirigeants, chaque banque centrale suit sa tradition. Les unes ont une tradition de discréction et seuls des messages officiels en proviennent. Dans d'autres cas, les dirigeants s'expriment volontiers et pas toujours de manière concordante. Les marchés réagissent

souvent à ces opinions, dans la mesure où ils y discernent des allusions à un changement de politique. Cela accroît la volatilité des marchés, sans influencer nécessairement l'évolution à moyen terme.

### **2.2. Silence**

Il arrive assez souvent que pour une courte période, surtout lors des crises de change, les banques centrales jugent au contraire préférable de laisser le marché dans l'incertitude sur leurs intentions. Leur absence momentanée peut se justifier selon les cas par différentes considérations :

- laisser le marché trouver seul son équilibre, pour se renseigner sur ses anticipations,
- maintenir les opérateurs dans l'incertitude pour qu'ils ne prennent pas sans risque des positions indésirables.

Ces considérations s'appliquent surtout à l'existence ou la divulgation d'interventions, mais elles peuvent aussi conduire à ne pas préparer le marché à une évolution pour la lui imposer par surprise.

Il s'agit plutôt de réactions à une situation de crise, et non d'un comportement qui puisse être recommandé de manière habituelle.

Cette attitude ne va pas sans certains risques qu'il faut avoir préalablement pesés : une mesure qui surprend les marchés peut y provoquer un choc, voire y déclencher un risque systémique ; elle peut également être la mesure mal comprise.

### **2.3. Confusion**

Le respect des principes de continuité et de cohérence s'impose aussi bien à court terme qu'à long terme. Aussi les marchés réagissent-ils le plus souvent négativement à des messages qui ou bien se réfèrent en même temps à des priorités concurrentes, ou bien marquent dans leur succession des priorités alternées.

De même le silence peut être une source de confusion s'il est interprété non comme le recel momentané d'une stratégie redoutable, mais comme le signe d'une hésitation ou d'un abandon.

Le risque d'être ainsi mal compris du marché est particulièrement important dans des périodes où la banque centrale doit arbitrer un conflit d'objectifs.

En définitive, l'information est devenue pour les responsables des politiques monétaires un sujet d'une extrême importance, depuis que les moyens d'information modernes tiennent en alerte les marchés et que le rôle de ces derniers a été renforcé par la déréglementation.

On a même pu dire que la politique monétaire était devenue un dialogue constructif entre ses responsables et les agents économiques. Si pédagogie il y a, elle est d'ailleurs réciproque, car les banques centrales ont besoin de comprendre le sentiment et les réactions du marché pour agir. La continuité, la clarté et la vraisemblance doivent être la règle, même si toute conversation tolère des silences.

Aussi les banques centrales doivent-elles avoir une politique de communication. Celle-ci doit définir les rôles respectifs de son dirigeant, d'un éventuel porte-parole officiel ou d'un service de relations publiques.

À cette procédure permanente doit s'ajouter une méthode de communication de crise. Une telle situation déclenche une avalanche de questions, alors que les décideurs ou spécialistes sont absorbés par la gestion de la crise. Il est donc nécessaire d'établir une répartition des rôles tout en maintenant une cohésion étroite. Il faut que le communiquant soit tenu informé à la fois des questions de fond et des arguments qu'il doit développer.

La communication relève de professionnels, comme tous les aspects de l'élaboration et de la transmission de l'information.

# BILAN MONÉTAIRE ET FINANCIER DE L'ANNÉE 1993

*Le bilan monétaire et financier de l'année 1993 présente une synthèse des évolutions ayant affecté les taux d'intérêt, les agrégats de monnaie et de placement, les marchés financiers et le financement de l'économie au cours de l'année écoulée.*

---

JEAN-PIERRE BARILLAS

LUC JACOLIN

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

- En 1993, la politique monétaire a poursuivi la réalisation de son objectif final, contenir l'inflation à un faible niveau, notamment par le maintien de la stabilité du franc. Avec une hausse annuelle des prix de l'ordre de 2 % et des cours du franc proches en fin d'année de leurs cours-pivots dans le mécanisme de change européen, les autorités monétaires ont atteint leurs objectifs après avoir surmonté une violente crise de change, qui n'a cependant pas entravé la poursuite d'une politique de détente marquée des taux d'intérêt.
- Au terme d'une spectaculaire décrue — régulière tout au long de l'année pour les taux à long terme, provisoirement interrompue par la crise de change de juillet pour les taux à court terme — les taux d'intérêt sont revenus à un niveau comparable à celui de la fin des

années soixante. L'écart entre taux à long terme et taux à court terme s'est sensiblement réduit, bien que la hiérarchie des taux soit restée inversée. Parallèlement, le coût du crédit a fortement diminué, en particulier à partir du deuxième trimestre.

- Différents facteurs ont été à l'origine d'importants mouvements de substitution, au sein des placements financiers, au détriment des actifs monétaires et en faveur des produits d'épargne stable.
- L'endettement intérieur total, agrégat permettant de suivre l'ensemble des financements de l'économie hors actions, fait apparaître le maintien d'une progression assez soutenue de ces financements, avec un ralentissement de la distribution du crédit et un fort accroissement des financements de marché.

En 1993, la politique monétaire est demeurée clairement orientée vers la réalisation de son objectif final, contenir l'inflation à un faible niveau, notamment par le maintien de la stabilité du franc. Avec une hausse annuelle des prix de l'ordre de 2 % et des cours du franc proches en fin d'année de leurs cours-pivots dans le mécanisme de change européen, les autorités monétaires sont parvenues à atteindre leurs objectifs après avoir surmonté une violente crise de change, qui n'a pas entravé la poursuite de la politique de détente graduelle des taux d'intérêt amorcée par la Banque de France dès le mois d'avril.

Le repli des taux d'intérêt et la modification de leur structure dans un sens plus favorable aux placements stables se sont accompagnés de mouvements de substitution entre actifs monétaires et placements financiers non monétaires qui ont fortement affecté le rythme de croissance des différents agrégats. Le ralentissement de la progression de M3, dont la variation nominale apparaît même légèrement négative en fin d'année, résulte également d'une moindre demande d'encaisses et d'une stagnation des crédits liés à la faiblesse du niveau d'activité, mais aussi à l'attentisme dont ont fait preuve les agents économiques en 1993. En outre, ce ralentissement s'est trouvé sensiblement accentué par les conséquences sur M3 de différentes mesures prises par les pouvoirs publics (lancement du grand emprunt d'État, modification des dispositions fiscales applicables aux détenteurs de titres d'OPCVM court terme et démarrage du programme de privatisations). Ainsi, a-t-on assisté à d'importants transferts d'actifs liquides vers des formes d'épargne stable non comprises dans les agrégats de monnaie, transferts qui ont provoqué une vive croissance des agrégats de placement.

Néanmoins, ainsi qu'en témoigne le maintien d'un rythme de progression de l'endettement intérieur total (EIT) de l'ordre de 4 % par an, l'ensemble des financements a continué de croître de manière soutenue, du fait du développement rapide des financements de marché qui a compensé la stagnation des crédits et dont l'État, qui a vu son rôle contracyclique s'affirmer, comme il est habituel en période de basse conjoncture, a été le principal bénéficiaire.

Les résultats obtenus en matière d'inflation et de taux d'intérêt — les taux à court et à long terme sont à leur plus bas niveau depuis les années soixante —, démontrent que la stratégie de stabilité monétaire et de baisse graduelle des taux suivie par la Banque de France, la seule de nature à conforter la crédibilité de l'action des autorités monétaires et à permettre la poursuite de la construction européenne, était pleinement justifiée et reconnue comme telle par les marchés. La stabilisation du franc sur les marchés de change, puis son rapprochement de ses cours centraux à l'intérieur des marges de fluctuation en vigueur avant l'accord du 2 août élargissant les bandes en témoignent.

Pour 1994, l'objectif final de la politique monétaire demeure, conformément à l'article premier du nouveau statut de la Banque de France, la stabilité des prix, qui ne devront pas augmenter, aussi bien pour l'année en cours que dans une perspective de moyen terme, de plus de 2 %. Pour réaliser cet objectif, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne :

— un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie : la stabilité du franc au sein du mécanisme de change européen sera assurée dans le cadre de la décision prise le 2 août 1993 par les ministres et les gouverneurs de banques centrales de maintenir inchangée la grille des cours centraux ;

— un objectif interne de moyen terme : l'agrégat monétaire M3, dont la vitesse de circulation est, en 1993 et 1994, soumise à de fortes variations, devrait, sur le moyen terme, s'inscrire dans une tendance de l'ordre de 5 %, comprenant une croissance du PIB potentiel non inflationniste de 2,5 % à 3 % en volume et une évolution des prix qui n'excède pas 2 %. La même référence de progression du PIB potentiel en valeur sera retenue pour l'analyse de l'endettement intérieur total (EIT) qui sera considéré comme un indicateur privilégié. La Banque de France vérifiera, à partir de cet indicateur, que notre économie continuera à disposer des moyens de financement nécessaires pour accompagner la reprise économique, tout en veillant à prévenir le risque d'inflation.

Parallèlement, la Banque de France continuera de tenir compte de l'évolution d'autres variables, notamment les taux d'intérêt à long terme et la balance des paiements.

L'analyse du tableau des financements de l'économie et des placements financiers (TFP) fait bien ressortir les principales caractéristiques structurelles de l'année 1993, du point de vue des flux financiers, à savoir, s'agissant des financements, la persistance d'un recours privilégié aux émissions de titres plutôt qu'au crédit, et s'agissant des placements, une substitution massive des placements d'épargne stable aux placements à caractère monétaire.

Au sein des financements, les flux de financement par endettement, retracés par l'EIT, ont globalement été comparables à ceux de 1992, avec, de nouveau, une forte prédominance des émissions de titres sur l'augmentation des encours de crédit : ces derniers n'ont progressé que de 1,4 %, alors que les financements par titres se sont accrus de 14,2 %, avec une très importante contribution des émissions obligataires. Pour leur part, les émissions d'actions des sociétés non financières se sont maintenues à leur niveau de 1992, la nette augmentation des émissions d'actions cotées se trouvant compensée par la contraction des émissions d'actions non cotées.

En revanche, la répartition des flux de placements s'est sensiblement modifiée par rapport à 1992. Les agents non financiers ont réduit leurs avoirs en produits recensés dans les agrégats M pour accroître fortement leurs placements à moyen et long terme, notamment de type obligataire, figurant dans les agrégats P.

Tous produits confondus, le flux global de placements a légèrement fléchi d'une année à l'autre.

Il est à noter que la progression des encours en 1993 résulte pour une part importante de l'évolution des cours, tant pour les actions (plus de 29 %, sur 31,4 % de progression de l'agrégat P3) que pour les obligations (près de 15 % pour les obligations recensées dans P2), pour les titres détenus comme pour les titres émis. Les fortes plus-values enregistrées sur les titres qu'ils détiennent ont largement contribué à l'important accroissement du « patrimoine financier net des agents non financiers »<sup>1</sup>, qui atteint 1 072,4 milliards de francs à la fin de 1993, contre 619,7 milliards à fin 1992.

## 1. L'évolution des taux d'intérêt

### 1.1. L'apaisement des tensions a favorisé la décrue des taux à court terme

La persistance de tensions sur les taux de change du franc au début de l'année a conduit la Banque de France à substituer, le 5 janvier, des pensions à 24 heures à 12 % (contre 10 % auparavant) aux pensions de 5 à 10 jours et à publier avec la Banque fédérale d'Allemagne un communiqué commun réaffirmant la détermination des autorités monétaires des deux pays à défendre la parité entre le deutschemark et le franc. Ces deux mesures ont porté un coup d'arrêt à la montée de la spéculation qui avait commencé dès le mois de décembre en raison des interrogations des marchés, en période préélectorale, sur les choix futurs de politique économique et des craintes qu'ils nourrissaient de voir modifiées les parités du franc au sein du Système monétaire européen (SME). Les taux sur le marché interbancaire ont enregistré dès le 5 janvier une brusque progression, et le TIOP (taux interbancaire offert à Paris) à trois mois est ressorti à 12,91 % en fin de mois.

La bonne tenue du franc à partir de la fin du mois de mars a permis à la Banque de France de réduire, par paliers, ses taux directeurs dont la fourchette est revenue de 9,10 %-12 % à 8,25 %-9,25 % au cours du mois d'avril, tandis que le taux moyen pondéré des opérations au jour le jour (TMP) se détendait de 10,75 % à 8,50 % et que les taux de terme interbancaires retrouvaient leur plus bas niveau depuis 1988. Dans le même temps, la Banque fédérale d'Allemagne réduisait son taux d'escompte à 7,25 %, le taux Lombard à 8,50 % et ramenait le taux de ses pensions à 14 jours à 7,75 %. À la fin du mois, l'écart de taux entre le franc et le deutschemark s'était fortement réduit et n'était plus que de 37 points de base.

<sup>1</sup> Défini comme le solde des encours de créances et de dettes des agents non financiers vis-à-vis des institutions financières et du Reste du monde

L'accueil favorable réservé par les marchés aux orientations de la politique économique et à l'annonce de la prochaine indépendance de la Banque de France ont conduit à une détente rapide des taux de terme sur le marché interbancaire que les autorités monétaires ont accompagné d'une réduction progressive des taux directeurs. En juillet, ceux-ci étaient ramenés à 6,75 % pour les appels d'offres et à 7,75 % pour les pensions de 5 à 10 jours.

Au début du mois de juillet de fortes pressions spéculatives se sont exercées de nouveau contre le SME et les monnaies du mécanisme à marge étroite, dont le franc, déclenchant une crise de change intense et brutale. Celle-ci a connu son paroxysme le 30 juillet, après la décision de la Banque fédérale d'Allemagne, intervenue la veille, de n'abaisser que son taux Lombard, à hauteur d'un demi-point sans toucher à son principal taux directeur, celui appliqué aux opérations de « repurchase agreement ». Le taux au jour le jour à Paris, qui s'était maintenu autour de 7,50 % jusqu'au 22 juillet, a fluctué autour de 10,50 % au cours de la dernière semaine du mois, tandis que le TIOP à trois mois atteignait 9,72 % le 30.

Le 2 août, le Comité monétaire décidait d'élargir, à  $\pm 15\%$  autour de leurs cours-pivots, les marges de fluctuation des monnaies participant au mécanisme de change européen. Les tensions s'étant rapidement atténuées après cette mesure, la Banque de France a rétabli ses pensions de 5 à 10 jours (auxquelles avaient été substituées des pensions à 24 heures le 22 juillet) au taux de 10 % dès le 6 août et abaissé en cinq étapes le taux des concours à 24 heures pour le ramener à 7,75 % le 23 août. Le 9 septembre, le taux des pensions de 5 à 10 jours avait retrouvé son niveau d'avant crise (7,75 %). Les taux interbancaires, qui s'étaient brutalement tendus après l'élargissement des marges du fait de l'accroissement des besoins de financement des banques, ont rapidement reflué et le TMP est redescendu à 7,50 % à la fin du mois d'août, tandis que le TIOP à trois mois revenait à 7,42 %.

La détente s'est ensuite confirmée, le TMP revenant en dessous de 7 % en octobre, son niveau le plus bas depuis 1988, et le franc se rapprochant progressivement de son cours-pivot, en novembre et décembre. Cette évolution favorable a rendu possible de nouvelles réductions des taux directeurs qui ont été abaissés en deux étapes à 6,20 % pour les appels d'offres et à 7 % pour les pensions de 5 à 10 jours. La baisse des taux interbancaires s'est poursuivie, avec un TMP à 6,63 % et un TIOP à trois mois à 6,33 % à fin décembre.

Au total, les taux interbancaires ont enregistré un spectaculaire reflux en 1993, le TIOP à trois mois et le TMP perdant respectivement, d'une fin d'année à l'autre, 5,63 points et plus de 4 points. Quant au franc, après avoir réintégré son ancienne marge de fluctuation contre le deutschemark — à FRF 3,43, contre DEM 1 — le 8 décembre, il n'a cessé de s'apprécier et le cours du deutschemark en francs s'établissait à la fin de l'année à un niveau inférieur (3,3980) à celui qui prévalait avant l'élargissement des bandes.

## 1.2. La détente des taux à long terme

Les taux nominaux à long terme ont continué de se détendre de manière sensible en 1993, mais ce mouvement s'est fortement amplifié. Ils se situaient ainsi en fin d'année à un niveau comparable à celui de la fin des années soixante.

L'indice du gisement<sup>1</sup> est ainsi revenu de 8,10 % en décembre 1992 à 5,72 % en décembre 1993, soit une baisse de 238 points de base. Ce repli important marque une forte accélération du mouvement de détente des taux à long terme après des baisses de 111 points de base en 1991 et de 171 points de base en 1992.

L'examen des évolutions en cours d'année fait en outre apparaître que ce mouvement de baisse n'a été que marginalement affecté par les fluctuations observées sur les taux à court terme, notamment en période de crise de change, et s'est au contraire effectué de manière régulière : l'indice du gisement a

<sup>1</sup> Moyenne arithmétique des taux de rendement des titres du Matif

perdu ainsi en moyenne 20 points de base par mois sur l'ensemble de l'année, avec seulement deux paliers aux mois de mai (7,02 %, contre 7,06 % en avril) et de novembre (5,95 %, après 5,89 % en octobre). Les taux longs français figurent actuellement au niveau le plus bas parmi les pays du G7, Japon excepté.

Compte tenu de la stabilité de l'inflation observée en 1993, le repli de l'indice du gisement a été aussi net en termes réels qu'en termes nominaux, le taux réel de l'indice revenant de 6,07 % en décembre 1992 à 3,58 % un an plus tard.

La hiérarchie des taux d'intérêt en fonction des échéances est demeurée inversée sur l'ensemble de l'année — les taux à court terme sont restés supérieurs aux taux à long terme —, cette situation reflétant la persistance des anticipations de baisse des taux d'intérêt. Toutefois, on observe une amorce de retour à la hiérarchie habituelle des taux d'intérêt, les taux courts se repliant de manière plus rapide que les taux longs. Ainsi, l'écart entre les taux à 3 mois (TIOP) et à 10 ans (indice du gisement) revient d'environ 390 points de base à fin 1992 à 76 points de base dès la fin juin 1993, pour remonter de manière temporaire à près de 200 points de base au cours de la crise de change. À la fin de 1993, le taux à 3 mois ne dépassait l'indice du gisement que de 100 points de base.

Le retour progressif à une courbe des taux de pente positive ne résulte toutefois pas uniquement de la baisse rapide des taux à court terme, mais provient aussi d'un rétablissement de la hiérarchie habituelle des taux pour les échéances les plus longues, comme le montre l'évolution de la courbe des rendements des obligations d'État. En effet, à la fin de 1993, les taux de rendement des titres d'État étaient légèrement croissants pour les échéances supérieures à 3 ans (8 ans en 1992), tout en demeurant inférieurs, sur l'ensemble de l'année 1993, aux taux à court terme.

Au total, la structure des taux français était, à la fin de 1993, en particulier pour les échéances de 1 an à 10 ans et plus, l'une des plus avantageuses parmi celles des pays du G7.

### **1.3. La baisse générale du coût du crédit**

En 1993, les principaux établissements de crédit ont procédé à des abaissements sensibles de leur taux de base bancaire (TBB). Celui-ci est d'abord revenu de 10 % à la fin de 1992 à 8,40 % le 1<sup>er</sup> juillet 1993. La crise de change de l'été a toutefois fortement ralenti le mouvement de baisse observé au premier semestre, les principaux établissements de crédit ne révisant leur taux de base qu'une seule fois sur les six derniers mois de l'année. Le TBB a ainsi été abaissé de 25 points de base le 25 octobre et s'est établi à 8,15 % jusqu'au 5 janvier 1994, date à laquelle il est revenu à 7,95 %.

Le coût moyen du crédit a fortement baissé en 1993, à partir du deuxième trimestre, tant pour les crédits aux entreprises que pour les concours octroyés aux particuliers.

En ce qui concerne les crédits aux entreprises, le taux moyen des découverts est revenu à 8,90 % en octobre 1993, contre 12,29 % en octobre 1992, celui des autres crédits à court terme à 7,91 %, après 12,53 %, et celui des crédits à moyen et long terme à 8,93 %, au lieu de 11,27 %.

S'agissant des crédits aux ménages, le coût des prêts personnels s'est légèrement accru entre octobre 1992 (15,15 %) et avril 1993 (15,25 %), mais s'est ensuite fortement réduit (12,62 % en octobre 1993), de même que les crédits finançant les ventes à tempérament (de 16,55 % en octobre 1992 et 16,82 % en avril 1993 à 14,89 % en octobre 1993). Enfin, le coût des crédits immobiliers à taux fixe, qui atteignait 11,61 % en octobre 1992, s'est de même replié de manière accélérée entre avril 1993 (11,31 %) et octobre 1993 (10,01 %).

## 2. L'évolution des agrégats de monnaie et de placement, des marchés financiers et du financement de l'économie

Le mouvement général de baisse des taux ainsi que diverses mesures prises par les pouvoirs publics ont provoqué de profonds changements dans les comportements de placement des agents non financiers résidents en faveur, principalement, de produits non recensés dans les agrégats de monnaie.

L'année 1993 a été également marquée par une évolution divergente du crédit et des financements de marché. Si une baisse de la distribution du crédit a en effet été observée, en liaison notamment avec la faiblesse des besoins de financements externes des sociétés, l'activité des marchés financiers s'est au contraire fortement développée. En définitive, la progression de l'endettement intérieur total, qui retrace l'ensemble des financements obtenus par les agents non financiers par voie d'endettement, est restée ferme, voisine de celle de 1992.

### 2.1. Repli des agrégats de monnaie et vive progression des agrégats de placement

Les réallocations de portefeuille suscitées par la modification de la courbe des taux ont principalement concerné les placements rémunérés, de façon toutefois très variable selon les produits.

En revanche, l'évolution des dépôts à vue non rémunérés a été davantage corrélée à celle de l'activité économique.

Ainsi, l'agrégat M1, qui regroupe les moyens de paiement et notamment les dépôts à vue, s'est inscrit sur une tendance légèrement baissière en 1993. En dépit d'une reprise en fin d'année, la variation sur douze mois de M1<sup>1</sup>, s'établit à -0,6 % à fin décembre, contre 0,6 % un an auparavant.

Les placements à vue sur livrets, qui constituent M2 - M1, ont cessé de se contracter dès le deuxième trimestre, puis ont recommencé à croître à partir du mois d'août. Bien que très modérée, cette reprise est à relier au mouvement de baisse des taux d'intérêt de marché qui a permis de redonner un attrait relatif à ces produits dont la rémunération — réglementée — est restée inchangée. Après un recul assez marqué les années précédentes (-3,4 % l'an en 1992 et -1,6 % en 1991), ces avoirs ont globalement augmenté de 0,8 % à fin 1993.

En particulier, la décollecte des livrets A et bleus, de l'ordre de 4 % en 1992, n'était plus que de 1 % en décembre 1993, tandis que l'encours des comptes épargne-logement s'accroissait de manière régulière pour terminer l'année avec une hausse de 6 % (contre 1,2 % en 1992). Pour leur part, les encours des Codevi, stimulés il est vrai par le relèvement de leur plafond — porté de 15 000 à 20 000 francs par livret à compter du 1<sup>er</sup> juillet —, progressaient très fortement (17,3 %, après 2,4 % l'année précédente).

Au total, l'agrégat M2, qui réunit l'ensemble des avoirs disponibles à vue, est resté stable d'une année à l'autre.

La caractéristique la plus marquante de l'année écoulée aura été la nette rupture du rythme de croissance des actifs rémunérés à taux de marché inclus dans M3 - M2, qui s'est légèrement ralenti jusqu'en mai puis s'est infléchi à la baisse, mouvement qui s'est fortement accéléré au cours des derniers mois de l'année.

Ce sont les placements sous la forme de titres qui ont présenté les évolutions les plus marquées.

Le portefeuille en certificats de dépôt des agents non financiers s'est fortement accru au premier trimestre, puis en juillet au moment des tensions sur les marchés de change. Le niveau des taux à court terme prévalant au cours de ces deux périodes a, en effet, incité les investisseurs à arbitrer momentanément leurs placements en faveur d'une détention directe de ces titres. À l'exception de ces

<sup>1</sup> Les taux de croissance des agrégats de monnaie et de leurs composantes sont calculés à partir des données en moyennes trimestrielles centrées sur novembre.

deux phases de hausse, l'évolution des portefeuilles, directement corrélée à celle des taux, s'est traduite par un recul prononcé d'avril à juin, le reflux reprenant à compter d'août jusqu'à la fin de 1993. Au total, leur contraction sur un an s'élève à 9,1 %, après une croissance proche de 27 % l'année précédente.

Les avoirs du public en titres d'OPCVM court terme se sont développés à un rythme assez soutenu durant le premier semestre mais se sont très fortement réduits en juillet sous l'effet, principalement, des dégagements consécutifs au règlement du grand emprunt d'État. Le mouvement ainsi amorcé s'est poursuivi graduellement les mois suivants, en raison de la décrue des taux à court terme, de l'annonce, par les pouvoirs publics, de mesures visant à réorienter les actifs liquides vers des formes d'épargne plus stable (mesures fiscales concernant les OPCVM monétaires de capitalisation notamment) et du démarrage des opérations de privatisation.

La baisse de l'encours des titres d'OPCVM court terme a été de nouveau très vive en décembre ; les agents non financiers ont en effet accéléré leurs transferts, notamment vers les plans d'épargne en actions (PEA), afin de bénéficier de l'exonération fiscale au titre de la taxation sur les plus-values, faculté non reconduite au-delà de fin 1993.

Le recul des titres d'OPCVM court terme s'établit donc à - 0,7 % et celui de M3 - M2 à - 3,2 %.

L'évolution globale de M3 traduit, en large part, ces transferts d'actifs vers des produits non recensés dans les agrégats monétaires, transferts qui sont à l'origine d'une sensible accélération de la vitesse de circulation de la monnaie et qui, pour partie, résultent de facteurs exceptionnels liés aux différentes mesures discrétionnaires prises à partir de l'été.

Corrigée de ces facteurs exceptionnels, la variation de M3 en 1993, qui s'établit nominalement à - 1,6 %, ressort en fait à 1,4 %.

La contraction de M3 en fin d'année a également pour origine le ralentissement de la distribution du crédit lié à l'attentisme dont font preuve les agents économiques. Toutefois, la croissance de la masse monétaire, appréciée en moyenne annuelle (1,9 %), ayant été supérieure à celle attendue pour le PIB en valeur (de l'ordre de 1,5 %), le taux de liquidité de l'économie ne s'est pas trouvé modifié et demeure très proche des niveaux observés au début de 1992.

L'évolution des agrégats de placement, qui s'est accélérée, reflète bien les arbitrages intervenus en 1993. La progression de l'agrégat P1 s'est sensiblement renforcée (16,1 % l'an, contre 12,6 % en 1992) du fait de la croissance toujours soutenue des plans d'épargne populaire (32,1 %) mais également des plans d'épargne-logement (11,4 %) dont la collecte a presque triplé, stimulée par la baisse des taux qui a rendu leur rémunération plus attractive.

Bénéficiant de la réallocation des portefeuilles des agents non financiers et de la valorisation des cours, les agrégats de placement P2 et P3 se sont fortement accrus à partir des deuxième et troisième trimestres. Ainsi, les portefeuilles en obligations et en titres d'OPCVM obligataires ayant fortement progressé (respectivement 27,7 % et 33,3 % l'an au troisième trimestre, puis 33 % et 46,1 % au quatrième), l'agrégat P2 a augmenté dans des proportions comparables (26,8 % en septembre et 31,4 % en décembre en glissement annuel après 12,4 % un an plus tôt). Après avoir enregistré un léger tassement au cours du premier semestre, l'agrégat P3, qui recense les placements en actions et en titres d'OPCVM à caractère « actions », a augmenté de 21,5 % en glissement annuel à fin septembre et de 31,4 % à fin décembre (après un recul de 7,1 % à fin 1992) sous le double effet de la hausse des cours observée depuis le troisième trimestre et d'une forte croissance des souscriptions de titres d'OPCVM et des acquisitions directes d'actions (respectivement 43,9 % et 31,2 % en rythme annuel à fin décembre).

## **2.2. La forte progression des marchés financiers**

L'année 1993 a été caractérisée par un développement important des marchés obligataires intérieurs et internationaux et du marché des actions.

Les émissions brutes effectuées sur le marché obligataire intérieur ont progressé de 167 milliards de francs en 1993 pour atteindre 526,6 milliards. Ces émissions ont permis une collecte nette de capitaux exceptionnellement élevée, de 333,3 milliards de francs, contre 201,7 milliards en 1992.

Cette forte progression résulte avant tout d'un recours accru de l'État au marché obligataire, notamment, mais pas uniquement, par le biais d'une opération de financement exceptionnelle : le grand emprunt de juillet 1993. Cet emprunt, souscrit essentiellement par les particuliers, a permis à l'État de lever 110,4 milliards de francs.

Le développement des émissions d'obligations assimilables du Trésor a été également très soutenu (193,6 milliards de francs, contre 125,8 milliards en 1992). Aussi, les émissions nettes de titres d'État sur le marché obligataire sont-elles passées de 125,8 milliards de francs en 1992 à 304 milliards en 1993. Au total, les émissions de l'État ont représenté plus de 90 % de la collecte nette de capitaux sur le marché intérieur, contre 62 % en 1992.

Symétriquement, les établissements de crédit et les sociétés non financières ont dans le même temps peu recouru aux émissions obligataires. Les émissions nettes des établissements de crédit ont atteint 18,3 milliards de francs en 1993, contre 59,5 milliards en 1992, alors que celles des sociétés non financières ont baissé de 4 milliards pour revenir à 12,9 milliards en 1993.

Les seules émissions en écus ont été effectuées par l'État, pour un montant de 16,4 milliards de francs (contre 14,8 milliards en 1992).

En revanche, le développement du marché obligataire de l'eurofranc<sup>1</sup> s'est poursuivi en 1993, tant en termes bruts (207,4 milliards de francs, contre 144,6 milliards en 1992) qu'en termes nets (184,7 milliards de francs, au lieu de 126,1 milliards). Toutes les catégories d'émetteurs ont accru le volume de leurs émissions, et notamment les émetteurs non résidents ; ces derniers sont en effet devenus en 1993 le principal émetteur sur le marché obligataire de l'eurofranc, collectant en termes nets 71,5 milliards de francs, contre 41,5 milliards en 1992, soit une progression de 72,3 % en un an.

En ce qui concerne les émetteurs résidents, les sociétés non financières ont émis 42,9 milliards de francs, contre 24,5 milliards en 1992, ce qui représente une progression de plus de 75 % par rapport à 1992, tandis que les établissements de crédit maintenaient un niveau d'émissions élevé (65,5 milliards de francs, contre 59,1 milliards en 1992).

Il faut noter enfin l'intérêt manifesté pour le marché obligataire de l'eurofranc par les administrations publiques (hors État), dont les émissions nettes sont passées de 1 milliard de francs à 4,9 milliards.

Sur le marché des actions, les émissions de titres se sont établies à 240,2 milliards de francs, soit un niveau comparable à celui de 1992 (247,4 milliards). Toutefois, les émissions de titres cotés ou faisant appel public à l'épargne ont fortement progressé, passant respectivement de 47,2 milliards de francs et 49,7 milliards en 1992, à 66,2 milliards et 67 milliards en 1993. L'indice CAC 40 s'est fortement apprécié en 1993, progressant d'un peu plus de 22 % sur l'année, contre seulement 5,2 % en 1992. Cette hausse des cours boursiers s'est amorcée au terme de cinq mois de stagnation relative (1,7 %) et reflète notamment l'anticipation, dominante à partir du mois de juin sur le marché boursier, d'une reprise de l'activité économique en 1994.

### **2.3. Le maintien d'un rythme de croissance soutenu de l'endettement intérieur total**

L'endettement intérieur total (EIT) permet de suivre l'évolution de l'ensemble des financements de l'économie hors actions, qu'ils soient obtenus par crédit ou directement sur les marchés de capitaux ou à l'étranger. Il est insensible aux arbitrages intervenant entre les divers modes de financement.

---

<sup>1</sup> Émissions cotées à Paris

Avec une progression annuelle moyenne de l'ordre de 4 %, son rythme de croissance est resté ferme, à un niveau proche de celui de 1992 (5,1 %).

Cette évolution recouvre néanmoins des variations divergentes en ce qui concerne tant la nature des financements obtenus que le comportement de leurs bénéficiaires. Ainsi, alors que le rythme de croissance annuel de l'endettement de l'État s'est fortement accru, avec une nette accélération à partir du mois de juin — il est passé de 13,8 % à 24,9 % d'une fin d'année à l'autre<sup>1</sup> —, les ménages et les sociétés ont eu tendance à réduire leur endettement. L'évolution annuelle de leurs financements fait ainsi apparaître, soit une faible progression (1,1 % à fin 1993, contre 0,5 % un an plus tôt pour les ménages), soit une décélération régulière (-2,5 % à fin 1993, contre 4,3 % à fin 1992 pour les sociétés).

La progression des crédits à l'économie s'est ainsi nettement ralentie dès le début de l'année, leur variation annuelle devenant négative à partir du mois de mai avant d'enregistrer un léger redressement au cours du quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, elle est estimée à -0,2 %. Il convient de préciser que la comptabilisation des crédits s'effectue, dans les situations bancaires, après déduction des provisions pour créances douteuses. Cette pratique, dans une période où le provisionnement s'accentue, a pour effet de déprimer les encours recensés et de sous-estimer l'évolution des encours effectivement distribués.

Au terme d'un repli assez régulier jusqu'en septembre, la diminution des crédits consentis aux sociétés est évaluée à 3,2 % sur l'ensemble de l'année (contre une hausse de 3 % à fin 1992), en dépit d'une orientation plus positive au dernier trimestre. Ceux accordés aux ménages ont peu varié, se renforçant même légèrement en fin de période (leur progression en 1993 est estimée à 1,1 %, contre 0,5 % en 1992). L'analyse par objet économique fait apparaître une contraction des crédits à l'investissement aussi bien que des crédits de trésorerie aux sociétés consécutive à l'atonie de l'activité et à la faiblesse, globalement, des besoins de financement des entreprises. Cette baisse s'est toutefois atténuée au dernier trimestre et s'établirait respectivement à -2,9 % et -3,5 % en un an (après 0,9 % et 4,5 % en 1992). La persistance de la crise immobilière et l'atonie de la demande de biens durables ont pesé sur l'évolution des concours destinés à financer le logement et la consommation des ménages, qui ne se sont que légèrement accrus en 1993 (respectivement de 2,1 % et 1,6 % selon les dernières estimations). Toutefois, leur progression a été supérieure à celle observée en 1992 (1,0 % et 0,9 %).

La vive croissance des financements de marché — de l'ordre de 15 % en glissement sur douze mois tout au long de l'année — a compensé le ralentissement de la distribution du crédit. Cette situation reflète surtout l'évolution des besoins de l'État dont le besoin de financement s'est accru en période de basse conjoncture et qui a eu recours, pour y faire face, à des émissions de titres. Les émissions de bons du Trésor ont été privilégiées jusqu'au début du second semestre — le rythme de croissance des titres courts du Trésor est ainsi resté proche de 30 % l'an au cours des six premiers mois de l'année avant de retomber à 7,7 % en décembre —, puis, il leur a été presque intégralement substitué un financement obligataire dont le rythme de progression annuel s'est brutalement accéléré à partir du mois de juillet avec le lancement du grand emprunt d'État (27,4 %) pour ressortir à 28,7 % en décembre.

La relative stabilisation, depuis janvier 1993, de la croissance annuelle de l'EIT s'est accompagnée d'une profonde modification de la contribution respective des différentes sources de financement à la croissance de l'EIT.

La part de M3 dans ces sources de financement s'est évidemment nettement contractée, devenant même négative en fin d'année : elle revient en effet de 3,1 points en 1992 (sur 5,1 points de croissance de l'EIT) à -1,7 point (sur 5,2 points).

Cependant, ce mouvement a été compensé par la forte croissance des placements financiers qui ne sont pas compris dans M3. La contribution de l'épargne contractuelle s'est ainsi accrue à 1,6 point sur

<sup>1</sup> Les données relatives à décembre 1993 ont fait l'objet d'une estimation, les dernières statistiques disponibles concernant octobre.

5,2 points (contre 0,9 point sur 5,1 points en 1992). La part des placements en obligations et en titres d'OPCVM « obligations » s'est aussi fortement développée (3,4 points sur 5,2 points). Faiblement positif à la fin de l'année dernière, l'impact des concours nets des non-résidents a eu tendance, depuis lors, à être très légèrement restrictif (- 0,4 point à fin 1993, au lieu de 0,5 point sur 5,1 points en 1992).

# RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL « SENSIBILITÉ DES BILANS BANCAIRES AUX MODIFICATIONS DES TAUX DE RÉFÉRENCE »

L’intermédiation demeurant la principale source de financement de l’économie, les taux débiteurs fixés par les banques représentent une variable économique fondamentale. C’est ainsi que les réactions des établissements de crédit aux variations des taux de référence constituent l’un des principaux vecteurs des effets de la politique monétaire sur l’économie réelle.

Un groupe de travail présidé par André Icard, directeur général des Études à la Banque de France, et réunissant des représentants des établissements de crédit, a entamé, en octobre 1992,

une réflexion afin d’analyser, à partir des bilans des banques participantes et d’une méthodologie définie pour les besoins de l’étude, la sensibilité, aux variations des taux d’intérêt, du coût des différents emplois et ressources des établissements participant à l’exercice.

---

IVAN ODONNAT  
JEAN-PIERRE BARILLAS  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

■ De cette étude, il ressort que :

- les bilans des établissements de crédit constituant l'échantillon font apparaître un léger excédent des engagements en francs à taux variables sur les créances à taux variables, et par là même un écart d'indexation correspondant à la différence entre la proportion d'engagements dont la rémunération est révisable au cours d'une période inférieure ou égale à un an. Cet écart représentait 2 % des montants recensés à la fin de 1992 ;
- la part des crédits à taux fixes et celle des créances à taux variables sont à peu près équivalentes ;
- les concours consentis aux ménages sont principalement à taux fixes alors que ceux octroyés aux sociétés sont majoritairement rémunérés à taux variables ;
- les concours référencés au taux de base bancaire représentent environ 13 % du total des crédits et les conditions débitrices proposées par les banques sont le plus souvent indexées sur les taux du marché monétaire, en particulier depuis la réforme du marché monétaire ;
- les établissements de crédit ont développé leur portefeuille-titres en liaison avec l'essor des marchés de capitaux. À la fin de 1992, ils représentaient 8 % de leurs créances ;

– les innovations financières des années quatre-vingt ont eu pour conséquence de modifier la structure des ressources des établissements de crédit et de substituer des ressources rémunérées aux conditions du marché aux traditionnels produits de collecte ;

– le taux du marché monétaire a une incidence directe sur la plupart des postes du bilan, à l'actif comme au passif ; l'impact du taux de base bancaire comme référence de taux variables ne concerne que les crédits, et les effets des taux obligataires en tant qu'index de taux variables sont très limités.

■ Cette étude ne prétend pas donner une vue complète des effets d'une baisse des taux d'intérêt sur les résultats des établissements de crédit, et plus largement sur l'économie. Elle sera renouvelée selon une périodicité annuelle, le prochain exercice devant avoir lieu dans le courant du deuxième trimestre 1994 sur la base des données à fin 1993.

**AVERTISSEMENT**

*Ce rapport a pour objet d'analyser la sensibilité du coût des différents emplois et ressources d'un échantillon de neuf grandes banques aux variations des taux d'intérêt de référence.*

*Il ne saurait être assimilé à une étude de la sensibilité au risque de taux des bilans des banques participantes.*

*Par ailleurs, le champ de l'analyse ne portant pas sur l'intégralité des éléments de bilan, les résultats obtenus ne peuvent être extrapolés à l'ensemble des activités bancaires.*

Malgré le renforcement du rôle des marchés de capitaux depuis le début des années quatre-vingt, l'intermédiation demeure aujourd'hui encore la principale modalité de financement de l'économie française. En conséquence, les taux d'intérêt débiteurs fixés par les institutions financières sont toujours des variables économiques fondamentales.

Les réactions des établissements de crédit aux variations du niveau et de la structure des taux d'intérêt constituent, en effet, un des principaux canaux de transmission de la politique monétaire. Ainsi, l'ampleur de l'impact macro-économique d'une baisse des taux d'intérêt initiée par les autorités monétaires dépend en grande partie de l'ampleur et de la rapidité avec lesquelles les établissements de crédit répercutent ce mouvement.

C'est pourquoi, il importe d'analyser la logique et d'identifier les facteurs qui président à la propagation vers l'économie, via les établissements de crédit, des modifications des taux d'intérêt.

La dernière décennie a été marquée par de nombreux bouleversements dans l'organisation du système bancaire. À partir de 1985, le développement des OPCVM, l'essor des ressources rémunérées à taux de marché (notamment sous la forme de certificats de dépôt), puis la levée de l'encadrement du crédit, ont entraîné un renforcement des pressions concurrentielles. Les établissements ont adapté leurs conditions créditrices ou débitrices en fonction du degré de concurrence et de la demande émanant de la clientèle.

Toutefois, le comportement des établissements de crédit et du système financier face aux variations du niveau des taux d'intérêt est rarement pris en compte dans les travaux théoriques ou empiriques.

Afin d'en éclairer certains aspects et de mieux cerner les mécanismes par lesquels la politique monétaire agit sur la sphère réelle, la Banque de France a réuni un groupe de travail placé sous la présidence d'André Icard, directeur général des Études, et composé de représentants des établissements de crédit et de la Banque de France. La tâche assignée à cette instance consistait à analyser la sensibilité du coût des différents emplois et ressources des banques aux variations des taux d'intérêt, cette question se posant de manière cruciale dans un contexte de forte variabilité des taux.

Le but poursuivi se démarquait de ceux des travaux antérieurs sur le sujet dans la mesure où il ne s'agissait ni d'évaluer l'exposition des établissements de crédit au risque de taux d'intérêt, ni de mesurer l'effet des variations de taux à la fois sur les flux d'intérêt ou sur les résultats des établissements de crédit et sur les structures des bilans elles-mêmes.

Le point de départ de l'étude résidait dans une analyse précise de la structure des bilans bancaires par nature de rémunération, de façon à identifier les facteurs déterminant les réactions des banques aux orientations de la politique monétaire.

La comptabilité bancaire ne fournissant pas ou peu d'informations sur la répartition des actifs et des passifs en fonction du critère de rémunération, il convenait donc initialement de mener un travail spécifique de collecte de données permettant de ventiler les encours par type de taux.

Les travaux ont été lancés en octobre 1992 avec la participation de plusieurs établissements de crédit de la place : Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale, Crédit commercial de France, Banque Paribas, Crédit du Nord, Compagnie bancaire, Banque Indosuez, Caisse nationale de crédit agricole. En vue d'assurer une plus large représentation au sein de cette unité de travail, la Banque de France s'est efforcée d'y associer d'autres membres de l'Association française des établissements de crédit. C'est ainsi que le Crédit industriel et commercial, les Banques populaires, le Crédit mutuel, le Crédit national et le CEPME ont rejoint plus récemment le groupe.

La constitution d'une base de données permettant une ventilation des données bilançielles en fonction des modalités de rémunération des encours d'actif et de passif a requis la mise au point d'une méthodologie commune à tous les établissements pour la collecte des informations.

Les indications chiffrées fournies par certains des participants<sup>1</sup> sur la structure de leurs bilans permettent d'ores et déjà de dégager globalement quelques enseignements utiles quant à la sensibilité des différents postes de bilan aux fluctuations des taux d'intérêt, et quant à la vulnérabilité de l'ensemble des établissements aux variations des taux directeurs.

## 1. Méthodologie

Il s'agissait d'harmoniser les règles adoptées par les établissements de crédit pour restructurer leurs bilans par type de taux, et d'aboutir ainsi à un cadre commun d'analyse fonctionnelle. Cela impliquait de délimiter le périmètre global des opérations recensées, de définir une structure par poste des emplois et des ressources, de convenir d'un mode d'équilibrage des éléments de bilan retenus, d'indiquer dans quelle mesure les opérations de hors-bilan devaient être prises en compte, de regrouper les références de taux par grandes catégories et de préciser le mode d'évaluation des encours.

### 1.1. La délimitation du périmètre global

On a recensé les seules opérations de bilan en francs réalisées en France métropolitaine avec les résidents et les non-résidents pour des raisons de disponibilité rapide des informations. Les opérations de transaction (ou opérations autonomes de trésorerie) en ont été exclues, car on a cherché à cerner au plus près l'activité d'intermédiation des établissements de crédit. En pratique, une partie des opérations interbancaires a tout de même été reprise à hauteur du montant permettant d'équilibrer le solde créances-engagements (voir 1.3.). Enfin, les opérations en devises ont été laissées hors du champ de recensement parce qu'elles sont a priori davantage influencées par les taux des eurodevises que par les taux prévalant sur les marchés de capitaux domestiques.

Les données ont été collectées sur une base comptable non consolidée, là aussi, pour des raisons de commodité et de rapidité. Toutefois, la référence à la consolidation s'est avérée indispensable pour les groupes dont les opérations-clientèle sont gérées principalement par des filiales spécialisées (Crédit industriel et commercial, Compagnie bancaire, réseaux mutualistes).

### 1.2. La structure par poste des emplois et des ressources

À l'actif, on a pris en compte non seulement les emplois-clientèle (crédits, portefeuille-titres) — correspondant aux emplois qui sont les sources directes de financement de l'économie —, mais aussi les emplois structurels (immobilisations, créances non productives d'intérêt, comptes de régularisation,

<sup>1</sup> Il s'agit d'un échantillon de neuf grandes banques : Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale, Crédit commercial de France, Crédit du Nord, Banque Paribas, Banque Indosuez, Compagnie bancaire, Banques populaires.

réserves obligatoires), puisqu'ils affectent également la sensibilité du bilan aux variations des taux d'intérêt.

Les crédits-clientèle ont par ailleurs été recensés par type de bénéficiaire et par objet économique, pour apprécier la disparité des situations en termes de type d'activité et de nature de clientèle.

Au sein du portefeuille-titres, on a exclu le portefeuille de transaction (voir 1.1.) pour ne retenir que les titres de placement, les titres d'investissement et les titres de participation, tous émetteurs confondus, car il est difficile, dans ce cas précis, d'isoler les seules créances sur la clientèle.

De manière symétrique, au passif, on a retenu non seulement les ressources-clientèle (dépôts, certificats de dépôt), mais aussi l'ensemble des ressources longues et permanentes (obligations, fonds propres et provisions).

En particulier, les dépôts ont été répartis entre les dépôts à vue et les dépôts rémunérés (qui incluent les comptes à terme, les comptes d'épargne à régime spécial et les bons de caisse).

Par ailleurs, on a comptabilisé, d'une part, l'ensemble des certificats de dépôt émis, et d'autre part, l'ensemble des obligations émises (y compris les titres subordonnés), tous détenteurs confondus (clientèle ou non), là encore parce que l'appareil statistique présente des imperfections pour ce type de titres.

### ***1.3. L'équilibrage des opérations de bilan***

Conventionnellement, on a fait apparaître, à l'actif ou au passif, un solde des opérations effectuées sur le marché interbancaire (au jour le jour ou à terme) équilibrant les emplois et les ressources.

Les opérations de refinancement auprès de la Banque centrale ont, en particulier, été considérées comme répertoriées à ce poste.

### ***1.4. La prise en compte du hors-bilan***

L'existence d'instruments de couverture (« swaps de taux », « Caps », options de taux, etc.) constitue une dimension fortement croissante de l'activité des établissements de crédit. Notamment, la possibilité pour un établissement de neutraliser ainsi le risque de taux pour un grand nombre de ses opérations conditionne la sensibilité du bilan aux modifications de taux d'intérêt.

Pour en tenir compte et connaître la nature effective du taux rémunérant un poste particulier du bilan, mais aussi par souci de simplification, on est convenu de ne retenir que les éléments de hors-bilan servant de couverture aux emplois et aux ressources qui sont comptabilisés, qu'il s'agisse de micro-couverture ou de macro-couverture. On a précisé, dans la mesure du possible, la nature des opérations de bilan auxquelles sont adossés les éléments de hors-bilan, de façon à identifier, pour ces opérations, le type de rémunération résultant de la gestion du bilan (voir 1.5.).

### ***1.5. Le regroupement des références de taux***

Il résulte de ce qui précède que la ventilation par type de taux des éléments de bilan et d'une partie du hors-bilan a été effectuée sur la base des taux contractuels. Les encours ont été répartis selon les conditions de rémunération, de façon à distinguer ceux qui sont rémunérés à taux fixes de ceux qui le sont à taux variables.

Les taux fixes rémunérant les dépôts ont été, dans la mesure du possible, répartis entre taux fixes réglementés et taux fixes non réglementés.

Les index de taux variables ont été regroupés entre quatre catégories : taux de base bancaire, taux monétaires (TMP, T4M, TAM, PIBOR, etc.), taux obligataires (TME, TMO, etc.) et autres taux (taux composites).

On est convenu que les encours rémunérés à un taux variable dont la période de révision est supérieure à un an sont classés, au moment de la collecte, dans la rubrique « taux fixe ».

En outre, au sein des encours à taux fixes (emplois et ressources), on a isolé les tombées à trois mois ou moins. Lors de la globalisation des résultats, ces tombées ont été reclassées, pour un poste donné, au sein de l'encours à taux variables, au prorata des différentes catégories de taux variables, telles qu'elles sont communiquées par les établissements de crédit.

### **1.6. Le mode d'évaluation des encours**

Afin de prendre en compte le plus fidèlement possible les inflexions de la politique monétaire et leur impact sur les bilans, on a effectué le recensement en termes de capitaux moyens. Lorsque cette information n'était pas disponible, la possibilité était offerte d'évaluer des encours en termes de moyennes trimestrielles d'encours fin de mois, voire sur la base des données fin de mois (sans lissage), dans le cas de structures de bilan fortement inertes.

## **2. Résultats et enseignements**

### **2.1. Les résultats**

Les résultats actuellement disponibles concernent neuf établissements (voir annexe) et se rapportent à la fin de l'année 1992.

La globalisation qui en a été effectuée, moyennant les retraitements signalés plus haut concernant le hors-bilan (voir 1.4.) et les encours à taux fixes venant à échéance dans trois mois (voir 1.6.), doit être interprétée à la lumière des imperfections ayant entaché le processus de collecte de l'information : taille limitée de l'échantillon (qui représente, par exemple, 26 % seulement des crédits en francs distribués par les établissements de crédit), agrégation d'encours calculés à des dates différentes.

Sur cette base, il semble que les bilans des établissements de crédit soient caractérisés par un léger excédent des engagements en francs à taux variables sur les créances en francs à taux variables. En reprenant la démarche proposée par P. Szymczak (1987), on peut, en effet, faire apparaître un écart d'indexation correspondant à la différence entre la proportion des créances et la proportion des engagements dont la rémunération est révisable au cours d'une période inférieure ou égale à un an (conformément à l'hypothèse faite pour les taux variables assimilés à des taux fixes). La marge d'intérêt des établissements de crédit est immunisée contre une variation des taux directeurs si l'écart est nul, mais vulnérable à une hausse des taux si l'écart d'indexation est négatif (et inversement).

<b>ÉCART D'INDEXATION À UN AN POUR NEUF GRANDES BANQUES(a)</b>			
(en pourcentage)			
CRÉANCES EN FRANCS À TAUX FIXES .....	62	ENGAGEMENTS EN FRANCS À TAUX FIXES	60
– Crédits .....	39	dont : – Dépôts à vue .....	17
– Portefeuille-titres .....	6	– Dépôts rémunérés .....	16
– Actifs non sensibles aux taux .....	17	– Certificats de dépôt .....	5
		– Emprunts obligataires .....	10
CRÉANCES EN FRANCS À TAUX VARIABLES .....	38	ENGAGEMENTS EN FRANCS À TAUX VARIABLES	40
– Taux de base .....	10	dont : – Taux de base .....	ns
– Taux monétaires .....	26	– Taux monétaires .....	34
– Taux obligataires .....	1	– Refinancement .....	5
– Autres taux .....	1	– Taux obligataires .....	1
		– Autres taux .....	ns
Créances en francs : 2 229,4 milliards		Engagements en francs : 2 229,4 milliards	
(a) Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale, Crédit commercial de France, Crédit du Nord, Banque Paribas, Banque Indosuez, Compagnie bancaire et Banques populaires			
ns : Non significatif			
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08		Mise à jour le 9 février 1994	

Cet écart, qui représente seulement 2 % des masses recensées à la fin de 1992, constitue donc un indicateur du sens de la variation de la marge d'intérêt que pourrait induire une modification des taux directeurs.

De manière plus précise, on observe qu'à l'actif la part des crédits à taux fixes et celle des créances à taux variables dans le total des créances sont à peu près équivalentes. On note toutefois une grande disparité des situations individuelles quant aux poids respectifs de ces deux catégories de crédit. L'analyse par agent bénéficiaire révèle également une asymétrie entre la structure des crédits aux ménages et celle des crédits aux sociétés. Pour l'échantillon étudié, les ménages reçoivent essentiellement des crédits à taux fixes (à hauteur de 87 %), tandis que les crédits octroyés aux sociétés sont en majorité rémunérés à taux variables (67 % des crédits aux sociétés).

	RÉPARTITION DES EN COURS DE CRÉDIT PAR AGENT ET PAR TYPE DE TAUX (a)					
	Ménages		Sociétés		Total	
	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage
CRÉDITS À TAUX FIXES .	503,5	87	361,5	33	865,0	52
CRÉDITS À TAUX VARIABLES.....	76,0	13	726,3	67	802,3	48
– TBB .....	20,6	4	201,2	19	221,8	13
– Taux monétaires .....	30,8	5	514,9	47	545,7	33
– Taux obligataires .....	1,0	ns	3,0	ns	4,0	ns
– Autres taux .....	23,5	4	7,2	1	30,7	2
<b>TOTAL DES CRÉDITS ....</b>	<b>579,5</b>	<b>100</b>	<b>1 087,8</b>	<b>100</b>	<b>1667,3</b>	<b>100</b>

(a) Pour neuf grandes banques : Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale, Crédit commercial de France, Crédit du Nord, Banque Paribas, Banque Indosuez, Compagnie bancaire et Banques populaires  
ns : Non significatif

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

Mise à jour le 9 février 1994

En outre, les crédits référencés au taux de base bancaire représentent 10 % environ de l'encours total de l'actif et 13 % de l'encours des crédits. Les conditions débitrices proposées par les établissements de crédit sont en fait plus fortement indexées sur les taux de marché. La diminution de la part des crédits indexés sur le taux de base bancaire au profit des crédits bénéficiant de clauses d'indexation de type monétaire s'est nettement accentuée à partir de 1987, en liaison avec la réforme du marché monétaire. Cette réforme a, en effet, permis aux sociétés à la fois de se financer directement sur le marché et d'obtenir des crédits rémunérés à des conditions plus proches de celles du marché. Ainsi, le recul des crédits indexés sur le taux de base bancaire s'interprète, dans une large mesure, comme le résultat d'une plus grande substituabilité entre crédits et billets de trésorerie, du moins en ce qui concerne les grandes entreprises.

Or, la variabilité des taux de marché est supérieure à celle du taux de base bancaire, quand bien même celui-ci a montré une plus grande flexibilité en fonction des taux de marché depuis la fin des années quatre-vingt.

Par ailleurs, les établissements de crédit ont cherché à tirer parti de l'essor des marchés de capitaux en développant leur portefeuille-titres, même si leur activité continue de reposser, pour l'essentiel, sur la distribution de prêts aux agents non financiers. À la fin de 1992, les portefeuille-titres représentaient 8 % de leurs créances, dont 2 % pour les titres recevant une rémunération indexée sur des taux variables.

En ce qui concerne les opérations de passif, la répartition en fonction des conditions de taux à laquelle on parvient montre que le processus de marchéisation des ressources des établissements de crédit se poursuit. On sait que, depuis 1987, la structure des ressources des établissements de crédit s'est modifiée avec la substitution de titres négociables aux dépôts classiques (dépôts à vue, comptes sur livrets, comptes à terme). La part des dépôts à vue a régressé. Parallèlement, pour se conformer aux ratios prudentiels, les établissements ont maintenu un recours soutenu aux ressources de type obligataire, tandis que leurs émissions de certificats de dépôt enregistraient une vive progression. En conséquence, à la fin de 1992, les parts des dépôts rémunérés (11 % de l'encours total du passif) et des certificats de dépôt (20 %) supportant des taux variables apparaissent relativement fortes.

## 2.2. Quelques enseignements utiles

La question est de savoir si les modifications des taux de référence (TBB, TMM et TMO) ont une incidence notable sur les bilans bancaires pris dans leur ensemble.

Il résulte des données commentées dans la partie 2.1. que ces taux agissent sur plusieurs postes d'actif ou de passif, avec néanmoins des impacts différents selon le taux et selon la nature des opérations.

IMPACT DES TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE SUR LES BILANS BANCAIRES(a)				
Encours rémunérés à taux variables	Poids dans le total (de l'actif ou du passif) à fin 1992	Taux de référence		
		TBB	TMM	TMO
CRÉDITS .....	36	+	+	
- Crédits aux ménages .....	3	+	+	
- Crédits aux sociétés .....	33	+	+	
PORTEFEUILLE-TITRES.....	2		+	
<b>TOTAL.....</b>	<b>38</b>			
DÉPÔTS RÉMUNÉRÉS.....	11		+	
CERTIFICATS DE DÉPÔT.....	20		+	
EMPRUNTS OBLIGATAIRES .....	4		+	
REFINANCEMENT INTERBANCAIRE	5		+	+
<b>TOTAL.....</b>	<b>40</b>			

(a) Pour neuf grandes banques : Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale, Crédit commercial de France, Crédit du Nord, Banque Paribas, Banque Indosuez, Compagnie bancaire et Banques populaires

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

Mise à jour le 9 février 1994

S'agissant du taux du marché monétaire, il paraît avoir une action évidente sur la plupart des postes de l'actif comme du passif du bilan agrégé des établissements de crédit. Ses variations ont donc un impact important aussi bien à l'actif qu'au passif. Au total, une variation du taux du marché monétaire a une incidence légèrement plus forte du côté du passif que du côté de l'actif : par exemple, toutes choses égales par ailleurs, une baisse d'un point de ce taux se traduit par une diminution de 0,34 point du coût moyen du passif et de 0,26 point du rendement moyen de l'actif.

En revanche, l'impact quantitatif du taux de base bancaire comme référence de taux variable concerne les seuls crédits et apparaît plus limité. Les effets du taux obligataire comme index de taux variable sont négligeables tant en ce qui concerne le portefeuille-titres, qu'en ce qui concerne les emprunts obligataires, qui représentent pourtant près de 14 % des ressources des banques de l'échantillon.

Le présent exercice ne peut donner une vue complète des effets d'une baisse des taux d'intérêt sur les résultats des établissements de crédit, et plus largement sur l'économie. Ceux-ci, en effet, sont multiples et contradictoires : l'effet apparemment positif sur la marge d'intérêt d'une baisse des taux peut être annulé par une variation négative du taux de base ou compensé par la réduction des revenus issus du placement des fonds propres et des dépôts-clientèle faiblement ou pas du tout rémunérés. En outre, l'impact d'une baisse des taux sur l'économie est en pratique largement étalé dans le temps. Il faut, en effet, tenir compte de la durée moyenne des crédits et des délais de révision des tarifs appliqués à la clientèle.

La structure des bilans bancaires — sur la base des premiers éléments disponibles — apparaît caractérisée par une proportion relativement importante mais encore minoritaire des ressources à taux variable au passif (40 % du total, dont la quasi-totalité référencée sur des taux monétaires), et des opérations d'actif directement sensibles aux variations des taux directeurs (38 % des emplois sont à taux variables).

Cette situation peut être analysée comme la conséquence d'un processus de marchéisation des bilans, qui ne concerne pas les ressources intermédiaires classiques (dépôts à vue, comptes sur livrets) ni une large part des concours, essentiellement ceux consentis aux ménages et aux entreprises de taille petite ou moyenne, ainsi que du développement rapide des opérations de hors-bilan depuis le milieu des années quatre-vingt.

La prise en compte des données relatives aux autres réseaux mutualistes et aux établissements financiers spécialisés devrait permettre, par la suite, d'affiner ce travail d'analyse des bilans bancaires en fonction des conditions de rémunération, et d'améliorer la représentativité de l'échantillon d'établissements servant de référence.

L'exercice actuellement conduit se rapporte en priorité à l'année 1992. Avec l'accord des établissements pourvoyeurs d'informations, l'opération sera renouvelée selon une périodicité annuelle. Ainsi, le prochain exercice devrait être réalisé au cours du deuxième trimestre de 1994 à partir de données concernant les années 1992 et 1993 (points de fin d'année).

## BIBLIOGRAPHIE

C. Dupuy, D. Durand, M. Sassenou, *Instruments de politique monétaire et structures de bilans bancaires*, document de travail de la Caisse des dépôts et consignations n° 1992-15/E, novembre 1992

Secrétariat général de la Commission bancaire, *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*, 1990

P. Szymczak, *Taux d'intérêt et système bancaire*, Économie et prévision n° 77, 1987

**ANNEXE**

Cette annexe repose sur la globalisation des données fournies par neuf établissements : Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale, Crédit commercial de France, Crédit du Nord, Paribas, Indosuez, Compagnie bancaire, Banques populaires.

**VENTILATION DES OPÉRATIONS DE BILAN  
PAR TYPE DE TAUX (a)**

	Encours en milliards de francs à fin 1992 (b)	Part en pourcentage	Valeurs extrêmes pour les données individuelles (en pourcentage)
<b>ACTIF .....</b>	<b>2 229,4</b>	<b>100</b>	
Crédits .....	1 667,3	75	47/98
<i>Taux fixes .....</i>	865,0	39	12/75
<i>Taux variables.....</i>	802,3	36	23/62
– TBB .....	221,8	10	1/14
– Taux monétaires .....	545,7	24	11/60
– Taux obligataires .....	4,0	ns	0/1
– Autres .....	30,7	1	1/12
Portefeuille-titres .....	176,4	8	1/11
<i>Taux fixes .....</i>	130,4	6	1/9
<i>Taux variables.....</i>	46,0	2	0/9
– Taux monétaires .....	36,2	2	0/5
– Taux obligataires .....	9,8	ns	0/4
Actifs non sensibles aux taux.....	385,7	17	0/47
<b>PASSIF .....</b>	<b>2 229,4</b>	<b>100</b>	
Dépôts à vue .....	372,6	17	0/29
Dépôts rémunérés .....	604,7	27	1/34
<i>Taux fixes .....</i>	352,8	16	0/25
<i>Taux variables.....</i>	251,8	11	0/14
– TBB .....	6,3	ns	0/1
– Taux monétaires .....	230,5	10	0/13
– Taux obligataires .....	4,1	ns	0/4
– Autres (formules mixtes) .....	3,9	ns	0/6
Certificats de dépôt .....	563,7	25	7/83
<i>Taux fixes .....</i>	126,5	5	1/33
<i>Taux variables (taux monétaires) .....</i>	437,2	20	1/79
Emprunts obligataires .....	303,6	14	4/39
<i>Taux fixes .....</i>	212,6	10	0/31
<i>Taux variables.....</i>	91,0	4	0/14
– Taux monétaires .....	67,5	3	0/14
– Taux obligataires .....	23,4	1	0/3
Refinancement interbancaire .....	115,5	5	4/16(c)
Passifs non sensibles aux taux .....	269,3	12	0/16
(a) Après les retraitements suivants : prise en compte des opérations de hors-bilan qui leur sont adossées, comptabilisation des encours à taux fixes tombant dans les trois mois avec les encours à taux variables, assimilation des taux variables, dont la période de révision est strictement supérieure à un an, à des taux fixes.			
(b) – Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais, Société générale : encours moyens du troisième trimestre			
– Compagnie bancaire : encours à fin septembre			
– Indosuez : encours à fin novembre			
– Crédit commercial de France, Paribas : encours à fin décembre			
– Crédit du Nord, Banques populaires : encours moyens du quatrième trimestre			
(c) Trois établissements (Crédit du Nord, Paribas et les Banques populaires) dégagent un excédent net pour les opérations de type interbancaire, représentant respectivement 5 %, 18 % et 12 % de leurs emplois en francs.			
ns : Non significatif			
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08			Mise à jour le 9 février 1994

# ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT ET COLLECTE DE L'ÉPARGNE

Cette étude fait le point sur l'incidence que les évolutions récentes de taux d'intérêt, dont elle rappelle l'ampleur, ont pu avoir ou auront sur la collecte de l'épargne financière, tant sur son niveau global que sur sa répartition entre différentes formes de placement.

BERNARD ENFRUN  
*Directeur des Études et Statistiques monétaires*

■ Les changements intervenus depuis un an dans le domaine des taux d'intérêt ont incontestablement contribué, avec d'autres facteurs tels que la modification de la fiscalité des placements, à créer une nouvelle donne pour l'épargne.

■ Évaluer l'interaction entre ces changements et le niveau de l'épargne financière et ses modalités implique d'analyser successivement trois points.  
– L'importance des évolutions récentes des taux : il ne faut pas s'en tenir à la baisse du niveau des taux d'intérêt, qui a été spectaculaire en 1993, mais prendre en considération aussi le resserrement très net de l'écart entre taux à court et à long terme, de même que l'affaiblissement de la différence entre taux de marché et taux créditeurs administrés, qui a rendu ces derniers plus attractifs. Enfin, il faut avoir également à l'esprit la quasi-disparition des « primes de risque » sur les taux français par rapport à ceux des pays dont les monnaies sont les plus recherchées.

– L'incidence de ces évolutions sur le volume global de l'épargne financière : la baisse des taux d'intérêt peut contribuer à une diminution du taux d'épargne financière, mais plus à travers une reprise de l'endettement que par une diminution du taux de placements financiers. De toute manière, l'évolution dans ce sens sera lente.  
– L'incidence des évolutions récentes de taux d'intérêt sur la répartition de l'épargne financière : ces évolutions ont contribué à provoquer en 1993 d'importants phénomènes de substitution, qui ont fortement marqué l'évolution des placements financiers et se sont traduits par des transferts massifs au détriment des agrégats de monnaie et en faveur de différentes formes d'épargne stable. Ces mouvements pourraient encore se prolonger pendant quelques temps, mais devraient, après la phase actuelle de reclassement des placements financiers, céder la place à un retour à des évolutions plus conformes aux tendances de moyen terme.

Les changements intervenus depuis un an, notamment dans le domaine de la fiscalité et dans celui des taux d'intérêt, ont constitué une nouvelle donne pour l'épargne. Le contexte très typé des années 1989-1992, avec des éléments particulièrement favorables aux placements de court terme, a été remis en question de plusieurs manières et des évolutions de comportement très nettes ont rapidement suivi le renouvellement de ce contexte.

Pour autant, bien des incertitudes demeurent et des questions se posent encore sur l'ampleur que revêtiront finalement les changements en cours, sur leur caractère plus ou moins rapidement réversibles, sur le temps qu'il faudra pour que ces comportements se stabilisent. Essayer de répondre à ces questions suppose d'analyser la manière dont ont joué les principaux facteurs de changement. On se propose ici d'examiner plus particulièrement le rôle des taux d'intérêt, qui ont constitué, bien évidemment, un de ces facteurs. La façon dont les taux influent sur les comportements de placements est complexe et ce n'est pas seulement leur niveau qu'il faut prendre en compte, mais aussi les écarts relatifs entre eux, leurs effets directs et indirects, les anticipations. Par ailleurs, la réaction des épargnants à un changement donné dans le domaine des taux est influencé par d'autres facteurs.

Pour faire le point sur l'interaction entre taux d'intérêt et collecte de l'épargne dans la période présente, il faut sans doute l'examiner sous trois angles :

- quels sont les changements qui sont intervenus dans le domaine des taux d'intérêt ?
- quel en est l'impact sur le volume global de l'épargne financière et sur le partage entre placements financiers, consommation, investissements immobiliers ?
- quel en est l'impact sur la répartition de cette épargne financière entre différentes formes de placement ?

## 1. Les taux d'intérêt : rappel des évolutions récentes

L'analyse doit porter sur plusieurs points. Il importe de prendre en considération :

- d'abord, l'évolution du niveau des taux d'intérêt de référence (taux du marché monétaire, taux du marché obligataire), en termes nominaux, mais aussi en termes réels,
- mais aussi, la hiérarchie des taux d'intérêt en fonction des échéances,
- ainsi que l'évolution relative de certains taux spécifiques (taux administrés : comptes sur livrets par exemple),
- de même que l'écart des taux français avec les taux étrangers, qui peut influer, dans une certaine mesure et dans certaines conditions, sur l'importance des flux d'épargne de ou vers l'étranger.

On examinera donc comment ces différents paramètres ont évolué dans la période récente.

### 1.1. Le niveau des taux d'intérêt

**1.1.1.** L'année 1993 a été marquée par une baisse spectaculaire du niveau des taux d'intérêt nominaux, qui a incontestablement constitué un élément-clé de la nouvelle donne pour l'épargne.

C'est vrai d'abord pour les taux de court terme : le reflux des taux du marché monétaire est très marqué : plus de 6 points de pourcentage entre le maximum du début de 1993 et le mois de décembre pour le taux à trois mois. C'est une évolution très importante, psychologiquement, non seulement par son ampleur, mais aussi parce qu'elle interrompt une longue période (du début de 1990 au début de 1993) où les taux de court terme sont restés très élevés.

La baisse a également été sensible pour les taux de long terme : le taux de rendement du panier d'obligations qui sert de référence au contrat du Matif a baissé de plus de 3 points de pourcentage entre août 1992 et décembre 1993. Mais cette baisse s'inscrit dans une perspective différente que dans le cas des taux à court terme : elle consiste en une accentuation d'une tendance à la baisse qui prévalait depuis le début de 1991 en dépit de quelques interruptions de courte durée. Cette évolution des taux à long terme comprend donc deux éléments importants pour analyser les comportements d'épargne :

- d'abord, sa permanence, en dépit des crises de change et de la remontée momentanée des taux à court terme, permanence qui reflète celle des anticipations de désinflation,
- ensuite, son accentuation, dès septembre 1992, qui marque un changement sur les perspectives d'évolution des taux en Europe et plus précisément l'émergence d'anticipations plus assurées d'une baisse prochaine des taux de court terme.

**1.1.2.** Une autre caractéristique importante est que, en dépit de la baisse sensible des taux nominaux, les taux d'intérêt restent, en termes réels, incitatifs pour l'épargne financière.

Avec une inflation modérée (l'indice des prix à la consommation n'a augmenté que de 2,1 % en 1993) et en supposant des anticipations de hausse de prix du même ordre de grandeur, les taux d'intérêt « réels », même après la baisse, s'établissaient encore en fin d'année, respectivement à 4,3 % pour les taux du marché monétaire (taux à trois mois) et 3,5 % pour les taux des obligations, ce qui constituent des rendements réels substantiels pour l'épargne financière.

Cette situation doit toutefois être distinguée de celle qui prévalait en 1992. Sans parler des niveaux spécifiques atteints pendant les crises de change, les taux réels s'établissaient à la mi-1992, avant le début de la période de tensions, à 7,5 points pour le court terme (taux à trois mois) et 6,1 points pour le long terme. Il s'agissait là de niveaux exceptionnellement élevés, certes attractifs, mais aussi susceptibles de créer des distorsions, et de nature à alimenter des anticipations défavorables sur l'évolution de l'activité, propres à pénaliser certaines formes de placement (en actions notamment).

Un examen des évolutions sur longue période fait bien ressortir le caractère exceptionnel, en termes de niveau de taux réels, de la période 1990-1992.

### **1.2. La hiérarchie des taux d'intérêt**

Une autre composante importante de la nouvelle donne est le très sensible resserrement de l'écart inversé taux court-taux long qui prévaut depuis 1989. Alors que fin 1992 cet écart a atteint quelque 3,2 points entre les taux à trois mois et le taux de rendement des obligations, il n'était plus que de 0,8 point à la fin de 1993 et même de 0,4 point seulement en janvier 1994.

La très forte inversion de la hiérarchie des taux en 1991 et 1992 ne pouvait manquer d'avoir une incidence sur les choix de portefeuille des épargnants. Il en va de même, avec un effet de sens inverse, du récent resserrement, même si pour le moment l'écart reste inversé.

D'autre part, la pente des rendements en fonction de la durée restant à courir s'est redressée sur les échéances moyennes depuis 1992.

### **1.3. L'évolution relative des taux administrés**

Un autre élément de l'évolution des taux qui a une importance pour l'allocation de l'épargne est bien entendu la différence entre le niveau des taux du marché et celui des taux administrés qui s'appliquent par exemple aux comptes sur livrets ou aux plans d'épargne-logement. Ces taux revêtent dans la période récente deux caractéristiques dont les effets s'exercent en sens opposé :

- d'une part, un niveau historiquement élevé, pour ce type de taux, en termes réels : cet élément est évidemment de nature à favoriser ce type de placement,

– mais, d'autre part, l'écart entre la rémunération des comptes sur livrets et les taux du marché monétaire s'est fortement creusé, en faveur des seconds, entre 1989 et 1992, et ce facteur, qui pénalise les comptes sur livrets, l'a emporté sur le précédent.

Récemment, on a assisté à un resserrement de cet écart, qui a entraîné une amélioration relative de la position des comptes sur livrets dans la compétition des placements (cf. paragraphe 3).

#### ***1.4. L'écart entre taux français et taux à l'étranger***

Il s'agit d'un des éléments — ce n'est pas le seul — qui influent sur le flux de placements financiers des non-résidents en France, et sur les arbitrages des résidents entre placements en francs et placements vers d'autres devises.

Cet écart a disparu, pour les taux à long terme, avec les taux allemands et américains, du moins en ce qui concerne les taux nominaux. Un écart positif important subsiste avec les taux japonais. Les pays qui offrent des taux à long terme plus élevés qu'en France sont aussi ceux où le risque de change est plus élevé.

### **2. L'incidence des évolutions récentes des taux d'intérêt sur le volume global de l'épargne financière**

La question qui se pose est de savoir si la baisse des taux d'intérêt va provoquer une diminution du taux d'épargne financière au profit de la consommation, ou de l'investissement-logement. Une telle évolution est probable, mais elle sera lente, et tiendra aussi à d'autres raisons que la baisse des taux.

#### ***2.1. Les déterminants du taux d'épargne dans le contexte actuel***

La théorie et la vérification empirique par l'économétrie font dépendre le taux d'épargne beaucoup plus de l'évolution du revenu et des perspectives liées à la durée de vie que du niveau des taux d'intérêt.

Toutefois, dans la période récente, le taux d'épargne a été maintenu à son niveau antérieur en dépit d'un fort ralentissement du revenu disponible. D'autres facteurs ont donc joué : anticipations défavorables sur le revenu futur, mais aussi, sans doute, pour une part, le niveau des taux d'intérêt.

Surtout, il importe de rappeler que le taux d'épargne financière est en fait la résultante de deux comportements : le comportement d'endettement et le comportement de placement. Si le taux d'épargne financière s'est maintenu, c'est parce que les ménages se sont désendettés (ou se sont moins endettés). En revanche, loin d'avoir maintenu la part de leurs placements financiers dans leur revenu disponible, ils l'ont réduite<sup>1</sup>.

Pour le proche avenir, il est probable que le taux d'épargne financière va légèrement baisser, mais plus à cause d'une reprise progressive de l'endettement que d'une diminution globale des placements.

#### ***2.2. L'évolution des placements financiers***

Si le flux de placements financiers des ménages ne devrait pas beaucoup varier, il en va peut-être autrement de celui des sociétés : la période récente est marquée par l'existence — fait exceptionnel — d'une capacité de financement des sociétés, et par l'importance de leurs placements financiers à court terme, principalement sans doute en attente d'emplois réels.

<sup>1</sup> Cf. « Tassement de l'endettement des ménages et évolution du taux d'épargne » par Marc Chazelas et Jean-Paul Faurie  
Bulletin mensuel de la Banque de France – Décembre 1993

La baisse des taux devrait entraîner une diminution du flux de placement financier des sociétés, à la fois par ses effets directs — en rendant moins attractive, en termes relatifs, la détention d'actifs financiers — et par ses effets indirects — en favorisant la reprise des emplois réels (investissement notamment), dont la faiblesse est une des raisons de l'abondance de l'épargne financière des sociétés. Toutefois, cette évolution sera forcément assez lente.

### **2.3. *Y aura-t-il une reprise de l'investissement-logement qui entraînerait une diminution du flux d'épargne financière ?***

La baisse des taux d'intérêt est susceptible de favoriser une reprise de l'investissement-logement. De fait, une certaine stimulation du marché immobilier est probable, mais elle risque d'être limitée par un niveau de prix encore élevé au regard du revenu moyen, en dépit de la baisse récente.

Une éventuelle reprise de la demande de logements devrait être surtout financée par le crédit. Toutefois, les effets sur le niveau des placements financiers des ménages sont également à attendre. Ils seront néanmoins sans doute assez restreints, pour plusieurs raisons.

- En premier lieu, seules les acquisitions de logements neufs (investissement-logement proprement dit) sont susceptibles de provoquer une ponction sur l'épargne globale des ménages. Dans le cas de l'acquisition d'un logement ancien, il y a seulement transfert de cette épargne d'un ménage à l'autre.

- En second lieu, le regain d'intérêt des ménages pour le marché immobilier peut en partie se traduire dans un premier temps par un surcroît d'épargne, dans la mesure où les ménages chercheront à constituer l'apport personnel nécessaire.

## **3. L'incidence des évolutions récentes de taux d'intérêt sur la répartition de l'épargne financière**

C'est dans ce domaine que l'évolution récente des taux a d'ores et déjà les effets les plus visibles.

### **3.1. *Les changements dans la répartition des placements financiers***

On observe depuis mars dernier et plus encore depuis juin des modifications très importantes dans la répartition des placements financiers.

- L'encours des placements à court terme rémunérés au taux du marché monétaire (que l'on retrouve, au sein des agrégats monétaires, dans M3 – M2) se contracte depuis quelques mois, alors qu'il progressait de manière très dynamique auparavant. La variation sur douze mois de M3 – M2, qui s'établissait à + 14 % à la fin de 1992, est devenue négative à partir de juin 1993. Toutes les composantes de M3 – M2 ont participé à ce mouvement, qu'il s'agisse des placements à terme traditionnels auprès des établissements de crédit, en recul depuis plusieurs mois, des titres de créances négociables émis par ces mêmes établissements qui sont en baisse depuis avril-mai, si on excepte un sursaut momentané au moment de la dernière crise de change, et des placements en titres d'OPCVM de court terme. À cet égard, il faut souligner l'évolution entre 1992 et 1993 des souscriptions nettes en actions de Sicav court terme : de – 7 milliards de francs en 1992, la décollecte sur ce type de placement est passée à – 177 milliards en 1993.

- En sens inverse, plusieurs catégories de placements ont bénéficié de flux accrus. C'est ainsi que les souscriptions nettes de Sicav obligataires ont atteint 135 milliards de francs en 1993, au lieu de 10 milliards seulement en 1992. Les plans d'épargne-logement ont vu leur rythme de croissance s'accélérer à partir de mai dernier et leur taux de progression annuel a dépassé 13 % en 1993, au lieu de 4 % en 1992. Enfin, les comptes sur livrets ont retrouvé depuis le mois d'août une évolution de plus en plus nettement positive alors que, hors capitalisation des intérêts, leur encours diminuait depuis de nombreux mois.

– Par ailleurs, les opérations spécifiques telles que le grand emprunt d'État, puis les privatisations, ont provoqué des réallocations d'actifs pour des montants importants (110 milliards de francs pour le grand emprunt d'État, intégralement souscrit par les ménages). À cela s'ajoute le fait que pour la première fois depuis avril 1990, les Sicav « actions » ont enregistré un flux de souscriptions nettes positif au quatrième trimestre de 1993.

Il faut distinguer au sein de ces transferts, ceux qui résultent d'opérations spécifiques ou de changements réglementaires, et ceux qui découlent de l'évolution des taux d'intérêt.

### 3.2. *Le rôle des taux d'intérêt dans ces changements*

Si on met à part les opérations spécifiques que représentent le grand emprunt d'État et les privatisations, les évolutions récentes des taux d'intérêt ont certainement joué un rôle essentiel, à côté des modifications de la réglementation fiscale, dans les changements intervenus récemment dans la structure des placements financiers, et ce, de plusieurs manières.

– La baisse des taux du marché monétaire et surtout le rapprochement de ces taux avec les taux de long terme a rendu moins attractifs, en termes relatifs, les placements de court terme compris dans M3 – M2.

– Avant même que ce phénomène soit sensible, la baisse des taux de long terme, et donc la hausse des cours des obligations, a permis aux OPCVM obligataires de réaliser de bonnes performances, qui ont conduit nombre d'investisseurs à substituer ce type de placement à des actifs rémunérés par référence aux taux du marché monétaire (OPCVM de court terme ou TCN).

– Enfin, la diminution de l'écart entre taux du marché monétaire et taux des placements réglementés a rendu ces derniers plus attractifs, compte tenu de moindres frais de gestion et d'une absence de risques. Cela a notamment bénéficié aux plans d'épargne-logement dont le rendement effectif atteignait 6 %, nets d'impôts, jusqu'au 7 février dernier et, à un moindre degré, aux comptes sur livrets.

Toutefois, les évolutions de taux d'intérêt n'ont pas été les seuls facteurs des changements récents dans l'allocation des placements. D'autres éléments ont joué, tels que le relèvement du plafond des Codevi et surtout les modifications de la réglementation fiscale applicable aux revenus des placements en OPCVM de capitalisation.

Sur un plan plus structurel, la prise de conscience des perspectives démographiques défavorables au maintien de prestations de retraites équivalentes à celles qui existent aujourd'hui a provoqué la formation, depuis deux ou trois ans, d'un courant d'épargne sur les produits à rendement garanti impliquant une immobilisation sur plusieurs années, tels que les plans d'épargne populaire ou certains produits d'assurance.

### 3.3. *Perspectives*

L'évolution future des choix de portefeuille est incertaine et elle dépend notamment des évolutions des taux à court terme et des anticipations.

Dans l'hypothèse d'une baisse régulière des taux à court terme, sans remontée brutale des taux à long terme, la « nouvelle donne » de l'épargne a toutes chances de continuer de prévaloir, avec un plus grand attrait qu'auparavant des placements de type obligataire. Mais, plus ou moins vite, les réaménagements actuels devraient laisser place à une répartition des placements plus conforme aux tendances de moyen terme tenant compte notamment de la demande tendancielle de liquidités. La question se pose notamment de savoir quel sera le degré de résistance des placements référencés au taux du marché monétaire, qui constituent, même avec un rendement plus faible, des produits dont la spécificité en termes de sécurité et de liquidité peut retenir l'épargnant.

Dans le cas où, pour une raison ou pour une autre, une remontée durable des taux à long terme (par conséquent, une baisse des cours des obligations) serait anticipée, un retour vers les produits de court terme pourrait intervenir, mais dans une mesure difficile à évaluer.

En définitive, on peut sans doute s'attendre pour les mois qui viennent à des mouvements de substitution qui resteront encore significatifs, sans qu'il soit possible d'en déterminer à coup sûr le sens, et donc, pour quelque temps encore, à une certaine instabilité des différents agrégats qui en décrivent l'évolution.

# ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS AU QUATRIÈME TRIMESTRE 1993

Le marché primaire obligataire est redescendu à un niveau proche de la moyenne du premier semestre, tandis que les émissions d'actions progressaient de plus d'un tiers d'un trimestre à l'autre.

---

CLAUDE MEILLER  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Pôle Valeurs mobilières*

- Après quelques mois très perturbés, le marché primaire obligataire intérieur a retrouvé un niveau d'activité plus traditionnel au cours du dernier trimestre 1993.
- Particulièrement soutenue en octobre, l'activité de placement a progressivement fléchi au cours du mois de novembre ; après une brève reprise début décembre, les marchés du franc ont respecté la traditionnelle pause de fin d'année.
- Les émissions brutes réglées au cours du quatrième trimestre 1993 ont fortement diminué, à 158 milliards de francs, contre 248 milliards au troisième trimestre.
- Pour l'ensemble de l'année, les émissions brutes ont atteint 735 milliards de francs (en hausse de 45 % par rapport à 1992). Nette des amortissements, la collecte globale s'est élevée à 516 milliards de francs (+ 57 %). Les règlements nets ont enregistré un excédent de 222 milliards de francs (55 milliards en 1992), reflétant principalement l'accroissement des émissions du Trésor.
- Les émissions d'actions ont atteint 75 milliards de francs au quatrième trimestre 1993, en progression de plus d'un tiers sur le trimestre précédent.
- Sur l'ensemble de l'année, elles s'établissent à 240 milliards de francs, soit 3 % de moins qu'en 1992.

## 1. Le marché primaire obligataire

L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

### 1.1. Les principaux flux d'émission

Après quelques mois très perturbés, le marché primaire intérieur a retrouvé un niveau d'activité plus traditionnel au cours du dernier trimestre 1993 à la suite de l'accord définissant un nouveau barème de syndication intervenu en octobre entre les principaux établissements bancaires<sup>1</sup>. Après avoir été particulièrement soutenue en octobre, notamment sur le compartiment de l'eurofranc en début de période, l'activité de placement a progressivement fléchi au cours du mois de novembre, confirmant toutefois le retour des émetteurs (autres que l'État) sur le marché intérieur, alors que l'eurofranc était quelque peu délaissé par les investisseurs étrangers attirés davantage par le marché du deutschemark qui accueillait des emprunts d'échéances très longues (30 ans) jusqu'alors inconnues. Après avoir connu une brève reprise début décembre, les marchés du franc ont par la suite respecté la traditionnelle pause de fin d'année.

La collecte de fonds effectuée sur les différents compartiments accentue toutefois cette évolution en raison de l'incidence sur les flux du troisième trimestre 1993 du règlement du grand emprunt d'État (16 juillet). Ainsi, *les émissions brutes réglées au cours du quatrième trimestre 1993* ont fortement diminué pour n'atteindre que 158 milliards de francs, contre respectivement 248 milliards et 171 milliards les trimestres précédents. Un peu plus de la moitié (56 %) de ces émissions ont été effectuées en francs sur le marché intérieur et 5 % proviennent du règlement des OAT en écus émises fin septembre. Le solde a été constitué uniquement d'émissions en eurofrancs<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> La remise en cause, en mars 1993, de la fixité du barème par certains établissements dont la compétence acquise en matière de placement justifiait à leurs yeux un relèvement de la part qui leur était allouée, avait accentué le transfert des émissions sur le compartiment international du fait des difficultés rencontrées par les émetteurs pour constituer les syndicats de placement. L'ancien barème attribuait 20 % du montant d'une émission à la Caisse des dépôts et consignations, 10,50 % au Crédit agricole, 9,50 % aux « trois vieilles » (Crédit lyonnais, Banque nationale de Paris, Société générale) puis respectivement 5,50 %, 4,50 % et 4 % aux banques Paribas, Indosuez et au Crédit commercial de France. La part des autres établissements évoluait entre 2,50 % et 0,50 %. Le groupe des sept principaux établissements obtenait ainsi 67,50 % des titres (avec une majoration de 10 % pour le chef de file). Dans le nouveau barème, dont les seuils constituent des minima garantis (un émetteur pouvant toutefois majorer la part de l'un ou de plusieurs membres du syndicat), ce groupe obtient désormais 61,50 % des titres au minimum (mais 83 % si l'on inclut la part supplémentaire du chef de file). La banque Paribas et le Crédit commercial de France ont augmenté leur quote-part de 3 % (respectivement 8,50 % et 7 %) alors que la Caisse des dépôts et consignations a perdu 8 % (à 12 %) et les autres établissements 1 %.

<sup>2</sup> Les non-résidents ont collecté plus de 27 milliards de francs sur le compartiment international (contre 8 milliards le trimestre précédent) alors qu'ils n'ont toujours pas émis sur le marché intérieur.

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b> ventilation par secteurs émetteurs								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 <sup>e</sup> trim. 1993	4 <sup>e</sup> trim. 1993	Année 1993	Année 1992		3 <sup>e</sup> trim. 1993	4 <sup>e</sup> trim. 1993	Année 1993	Année 1992
<b>ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)</b>								
178,4	53,9	360,2	176,1	État	164,7	41,2	304,0	125,8
37,7	54,2	194,0	212,4	Établissements de crédit et assimilés	10,9	27,6	81,3	118,6
20,8	18,4	91,9	64,9	Sociétés non financières	13,1	8,3	55,7	41,4
2,5	3,8	9,0	3,6	Autres émetteurs résidents	1,3	3,3	4,6	0,2
<b>239,4</b>	<b>130,3</b>	<b>655,1</b>	<b>457,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>190,1</b>	<b>80,5</b>	<b>445,6</b>	<b>286,0</b>
198,0	95,9	526,6	357,6	dont émissions intérieures des résidents	156,6	47,0	332,3	201,4
41,4	34,4	128,5	99,4	dont émissions internationales des résidents	33,4	33,4	113,3	84,7
<b>8,7</b>	<b>27,4</b>	<b>79,4</b>	<b>47,1</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>6,6</b>	<b>25,6</b>	<b>70,5</b>	<b>41,8</b>
<b>248,1</b>	<b>157,7</b>	<b>734,5</b>	<b>504,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>196,7</b>	<b>106,0</b>	<b>516,1</b>	<b>327,8</b>
198,0	95,9	526,6	359,6	dont émissions intérieures	156,6	47,0	330,8	201,7
50,1	61,8	207,9	144,6	dont émissions internationales	40,0	59,1	185,2	126,1

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international. Ces émissions, cotées à la Bourse de Paris, ont généralement donné lieu à un visa de la COB.

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

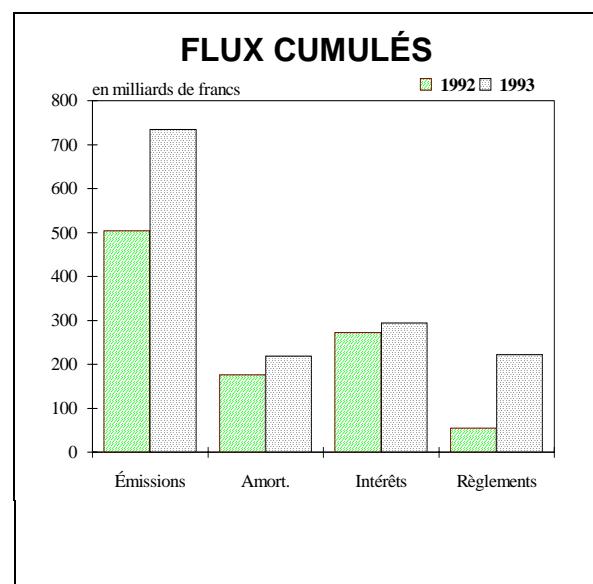
Mise à jour le 7 mars 1994

Pour l'ensemble de l'année 1993, les émissions brutes ont atteint 735 milliards de francs, contre 504 milliards en 1992. Nette des amortissements, la collecte globale s'est élevée à 516 milliards de francs en 1993, en progression de 188 milliards par rapport à l'année précédente.

### 1.2. Les règlements des souscripteurs

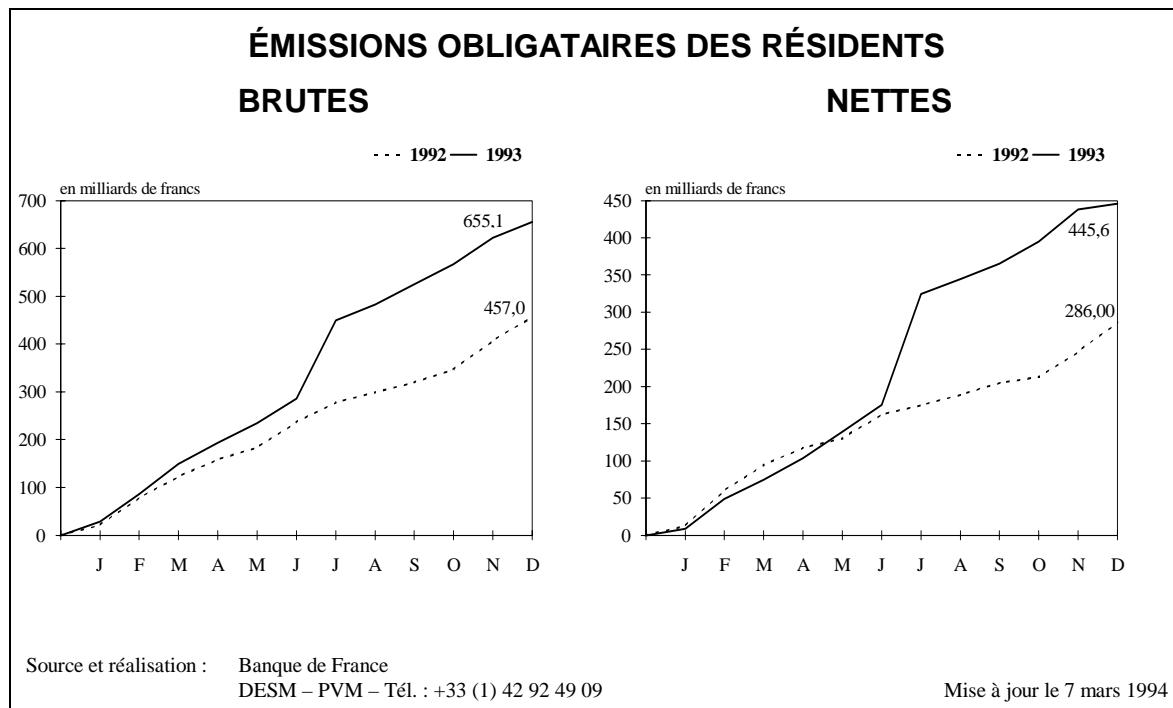
<b>PRINCIPAUX FLUX OBLIGATAIRES</b>			
<b>Ensemble des marchés (a)</b>			
en milliards de francs			
	Année 1993	Année 1992	Année 1991
1 - Émissions brutes .....	734,5	504,1	434,1
2 - Amortissements.....	218,5	176,3	140,7
3 - Intérêts.....	293,8	272,4	254,1
4 - Règlements nets 1 – (2+3) .	222,3	55,4	39,3

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs en francs et en écus émis sur le marché intérieur et le marché international (cotés à la Bourse de Paris)



En 1993, les règlements nets — solde entre les émissions brutes d'une part, les intérêts et les amortissements d'autre part (relatif aux emprunts émis sur l'ensemble des marchés) — ont enregistré un excédent de 222 milliards de francs (contre 55 milliards un an auparavant) qui résulte pour l'essentiel de l'accroissement des émissions du Trésor.

### 1.3. L'activité des émetteurs résidents



Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale a fléchi de près de 110 milliards de francs (soit l'équivalent du montant du grand emprunt d'État) d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 130 milliards. Du fait de la stabilité du montant des remboursements d'emprunts (environ 50 milliards de francs), la collecte nette est revenue de 190 milliards de francs à 80 milliards au quatrième trimestre 1993.

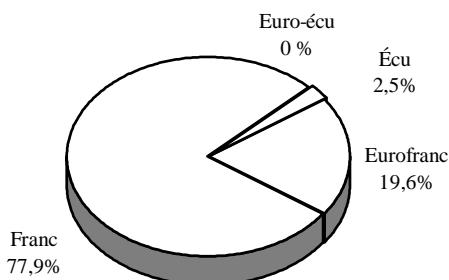
<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>								
<b>ventilation par marché</b>								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 <sup>e</sup> trim. 1993	4 <sup>e</sup> trim. 1993	Année 1993	Année 1992		3 <sup>e</sup> trim. 1993	4 <sup>e</sup> trim. 1993	Année 1993	
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
178,4	53,9	360,2	176,1	État	164,7	41,2	304,0	125,8
15,5	26,6	114,1	139,7	Établissements de crédit et assimilés	- 3,8	1,1	15,8	59,5
2,8	14,4	48,2	39,1	Sociétés non financières	- 4,3	4,3	12,9	16,9
1,3	0,9	4,1	2,6	Autres émetteurs résidents	0,1	0,4	- 0,3	- 0,8
<b>198,0</b>	<b>95,9</b>	<b>526,6</b>	<b>357,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>156,6</b>	<b>47,0</b>	<b>332,3</b>	<b>201,4</b>
-	-	-	<b>2,0</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 0,1</b>	<b>- 1,5</b>	<b>0,4</b>
<b>198,0</b>	<b>95,9</b>	<b>526,6</b>	<b>359,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>156,6</b>	<b>47,0</b>	<b>330,8</b>	<b>201,7</b>
3,5	8,2	16,4	14,8	dont émissions en écus (b)	3,5	8,2	16,4	14,8
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
22,2	27,6	79,9	72,7	Établissements de crédit et assimilés	14,8	26,6	65,5	59,1
18,0	4,0	43,7	25,8	Sociétés non financières	17,5	4,0	42,9	24,5
1,2	2,9	4,9	1,0	Autres émetteurs résidents	1,2	2,9	4,9	1,0
<b>41,4</b>	<b>34,4</b>	<b>128,5</b>	<b>99,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>113,3</b>	<b>84,7</b>
8,7	27,4	79,4	<b>45,1</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>6,6</b>	<b>25,7</b>	<b>72,0</b>	<b>41,5</b>
<b>50,1</b>	<b>61,8</b>	<b>207,9</b>	<b>144,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>40,0</b>	<b>59,1</b>	<b>185,2</b>	<b>126,1</b>
-	-	-	19,0	dont émissions en écus	-	- 1,0	- 2,5	15,2
-	-	-	17,6	dont émissions en écus des résidents	-	- 1,0	- 2,5	15,2
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)								
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.								
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				Mise à jour le 7 mars 1994				

Au terme de l'année écoulée, les émissions brutes des résidents ont atteint 655 milliards de francs, contre 457 milliards en 1992. En proportion, les résidents ont légèrement réduit leur appel au compartiment international (moins de 20 % de leurs émissions en 1993, contre 22 % pour l'ensemble de l'année 1992). Ils ont également réduit la part de leurs émissions libellées en écus<sup>1</sup>, qui représentaient à fin décembre 1993 à peine 2,5 % du total des émissions sur ces marchés, contre 7 % pour l'ensemble de l'année 1992. Ces évolutions doivent être toutefois nuancées en raison du poids du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) dans la collecte des résidents. En outre, 56 % seulement des fonds collectés en 1993 par les résidents autres que l'État concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 65 % en 1992.

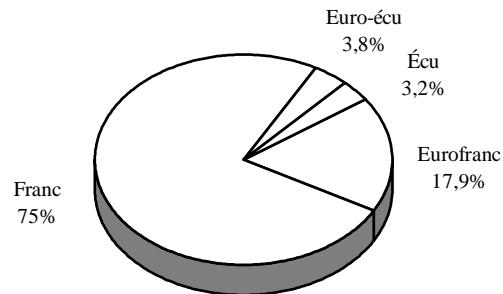
<sup>1</sup> Seul l'État a émis des OAT en écus pour un montant total de 2,5 milliards d'écus, soit environ 16,5 milliards de francs.

## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

**ANNÉE 1993**



**ANNÉE 1992**



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

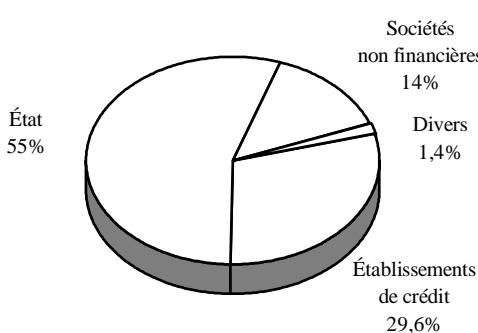
Mise à jour le 7 mars 1994

*Nette des amortissements*, la collecte globale des résidents s'est élevée à 446 milliards de francs en 1993, en progression de 160 milliards d'une année sur l'autre.

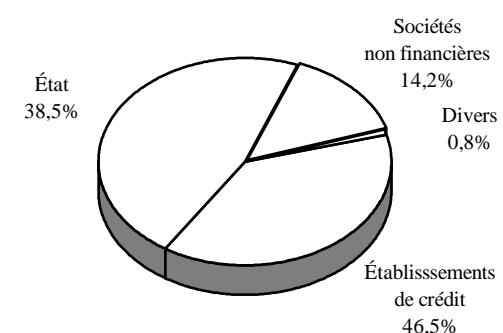
### 1.4. Les principales catégories d'émetteurs résidents

## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

**ANNÉE 1993**



**ANNÉE 1992**

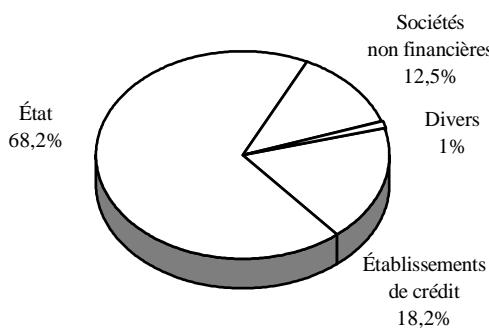


Source et réalisation : Banque de France  
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

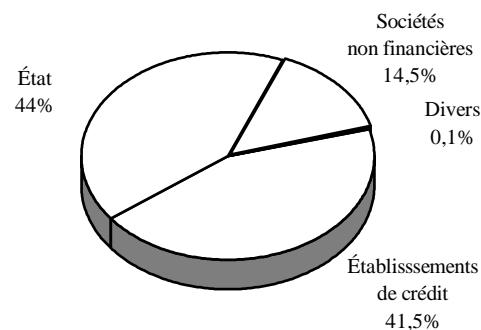
Mise à jour le 7 mars 1994

## ÉMISSIONS NETTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

ANNÉE 1993



ANNÉE 1992



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

Mise à jour le 7 mars 1994

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État ont régressé de 178 milliards de francs à moins de 54 milliards. La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur quatre lignes d'OAT, respectivement à 10 ans (11,2 milliards sur la ligne 6,75 % octobre 2003<sup>1</sup>, puis 26 milliards sur une nouvelle ligne 5,50 % avril 2004 créée début novembre), à 15 ans (2,7 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008) et à 30 ans (5,8 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2023). Le montant nominal des soumissions retenues lors des séances d'adjudication s'est élevé à 48,3 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 4,9 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement (lors des adjudications) de l'OAT à 10 ans est resté stable à hauteur de 6 % environ, affichant en décembre une baisse légère (15 points de base) par rapport à l'adjudication du mois de septembre 1993. Le complément provient du règlement de l'adjudication en écus réalisée le 28 septembre, portant sur une nouvelle ligne, l'OAT 6 % avril 2004. Le montant nominal émis s'est élevé à 1,3 milliard d'écus, soit près de 8,6 milliards de francs (les soumissions non compétitives ont porté sur 245 millions d'écus). Le taux de rendement (à l'émission) est ressorti à 6,57 %, supérieur de 50 points de base environ à celui de l'OAT en francs de même maturité.

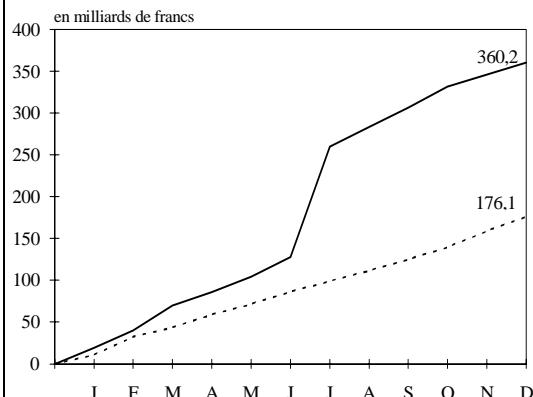
Les remboursements d'emprunts effectués au quatrième trimestre 1993 ayant été limités (13 milliards de francs), la collecte nette de l'État s'est établie finalement à 41 milliards de francs (contre 165 milliards le trimestre précédent).

<sup>1</sup> L'encours de l'OAT 6,75 % octobre 2003, créée en avril 1993, atteignait près de 100 milliards de francs à fin décembre.

## ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DE L'ÉTAT

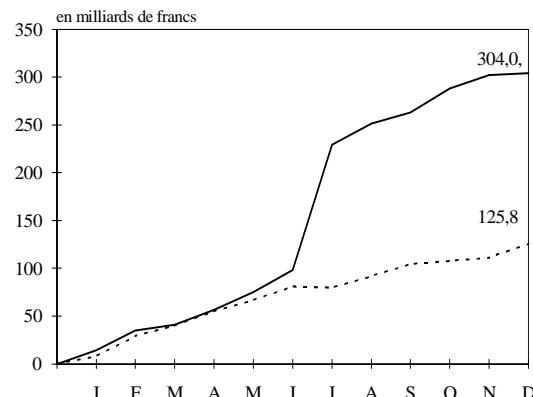
### BRUTES

--- 1992 — 1993



### NETTES

--- 1992 — 1993



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

Mise à jour le 7 mars 1994

D'une année sur l'autre, les émissions brutes de l'État ont plus que doublé pour atteindre 360 milliards de francs<sup>1</sup> en 1993. Leur poids sur le marché intérieur a progressé fortement (plus de 68 % du total des émissions brutes en 1993, contre moins de 50 % en 1992). Exprimé en valeur nominale, leur montant s'est établi à 352 milliards de francs, dont 242 milliards sous forme d'OAT.

Les remboursements d'emprunts ayant atteint 56 milliards de francs<sup>2</sup> (contre 50 milliards l'année précédente), la collecte nette de l'État s'est établie finalement à 304 milliards de francs (contre 126 milliards en 1992). Si la part de l'État est devenue prépondérante sur le marché intérieur<sup>3</sup> (avec près de 92 % des émissions nettes des résidents), elle représente également, en 1993, plus de 72 % de la collecte nette globale en francs ou en écus des résidents (contre 44 % seulement en 1992).

La collecte brute des *autres émetteurs résidents* a progressé de 15 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 76 milliards environ (dont 34 milliards seulement émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 54 milliards de francs (soit plus de 70 % de ces fonds) dont 22 milliards en eurofrancs. Les *banques* ont levé 18 milliards de francs (17 milliards le trimestre précédent) dont 8 milliards sur le compartiment international. Les *sociétés financières* ont recueilli 6 milliards de francs (5 milliards le trimestre précédent) dont 1 milliard seulement en eurofrancs. Les *institutions financières spécialisées* ont collecté 29 milliards de francs (14 milliards auparavant) dont 19 milliards sur le compartiment international. Les *caisses d'épargne* ont à nouveau levé un peu moins de 2 milliards de francs, pour moitié sur le marché domestique et les *institutions financières diverses* n'ont pas émis au cours du trimestre sous revue.

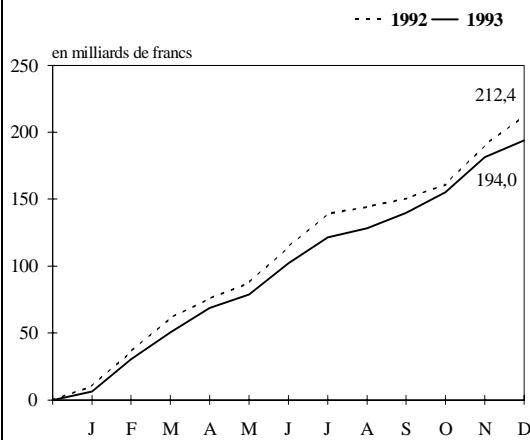
<sup>1</sup> 250 milliards de francs d'obligations assimilables du Trésor — OAT (dont près de 17 milliards de francs d'OAT en écus) et 110 milliards au titre du grand emprunt d'État. Par ailleurs, ce chiffre ne tient pas compte des opérations de gestion « active » de la dette publique effectuées par le Fonds de soutien des rentes (FSR).

<sup>2</sup> Ce chiffre tient compte des rachats effectués par adjudication (3,2 milliards de francs) et par le FSR (7,3 milliards) en dehors des opérations de soutien de cours qui affectent uniquement l'encours des titres concernés. Il ne comprend pas le montant des obligations 6 % juillet 1997 remises en paiement d'actions de sociétés privatisées (3,1 milliards).

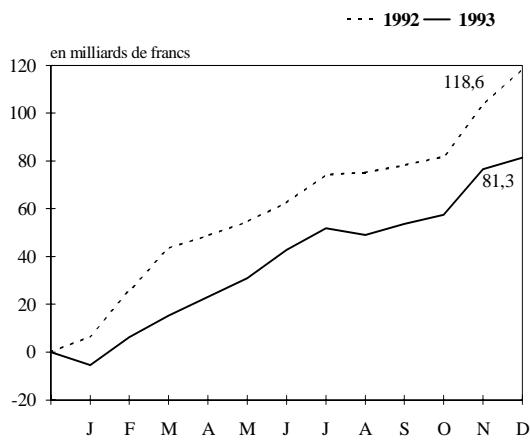
<sup>3</sup> Le renforcement de la part de l'État sur le marché intérieur résulte également du recours important des établissements de crédit et des sociétés non financières au marché international.

## ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

### BRUTES



### NETTES



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

Mise à jour le 7 mars 1994

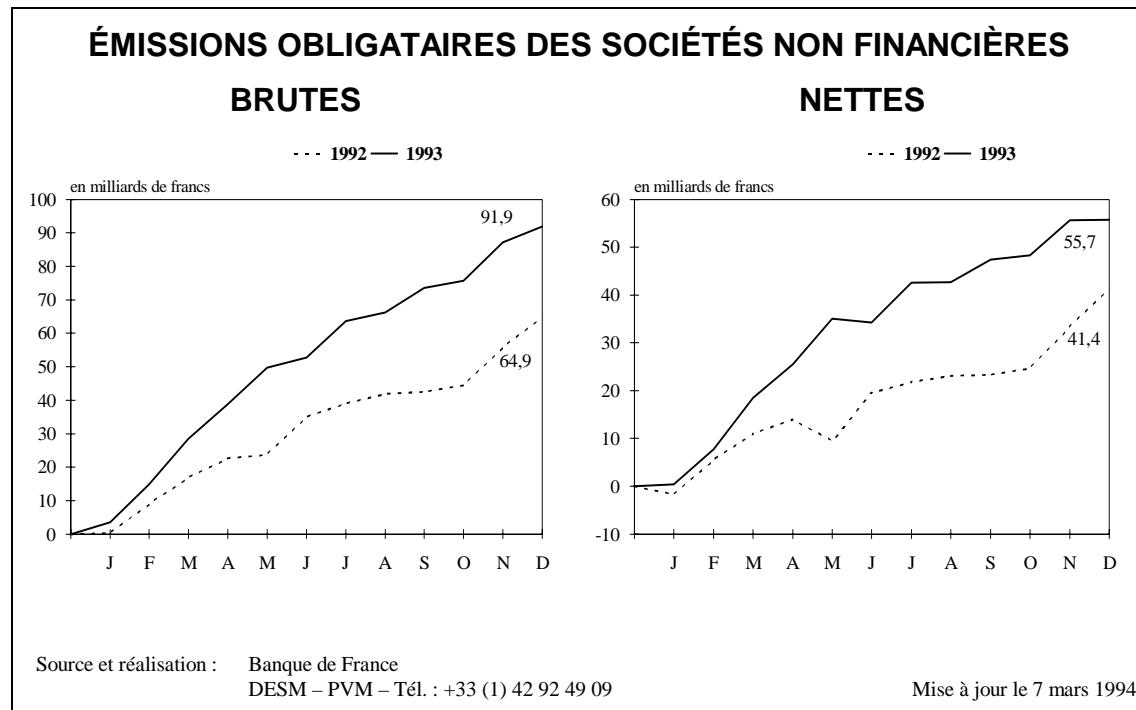
En 1993, la collecte brute des établissements de crédit (ils n'ont procédé à aucune émission en écus au cours de l'année écoulée) a atteint 194 milliards de francs<sup>1</sup>, contre 212 milliards en 1992. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 81 milliards de francs, en baisse de 38 milliards d'une année sur l'autre.

Du fait de l'accroissement exceptionnel des émissions de l'État, la part des établissements de crédit dans la collecte brute des résidents est passée de plus de 46 % en 1992 à moins de 30 % en 1993. Compte tenu du montant important des amortissements (113 milliards de francs, contre 94 milliards en 1992) et du recul sensible du coefficient de couverture des remboursements de ce secteur par de nouvelles émissions (ce coefficient a régressé de 2,3 en 1992 à 1,7 en 1993), leur part dans la collecte nette des amortissements a baissé plus fortement encore, revenant de 41 % à 18 % d'une année sur l'autre. Les *banques* ont sollicité le marché pratiquement à hauteur du montant de leurs amortissements. Elles enregistrent donc une collecte nette relativement faible (8 milliards de francs) et affichent un coefficient de couverture proche de 1 (1,2 contre 1,6 en 1992). La légère réduction de leurs émissions en eurofrancs (23 milliards de francs collectés en 1993, contre plus de 25 milliards en 1992) s'est ainsi ajoutée à la contraction (de 13 milliards environ) de leurs emprunts sur le marché intérieur. Les *autres établissements de crédit* et notamment les *institutions financières spécialisées* ont sollicité davantage le compartiment de l'eurofranc en 1993. Ils enregistrent une collecte nette plus largement excédentaire bien que les coefficients de couverture (des remboursements par les nouvelles émissions) des sociétés financières et des institutions financières spécialisées aient régressé en 1993, s'établissant à 2,4 pour les premières et 2,1 pour les secondes en 1993 (contre respectivement 3,7 et 2,7 en 1992).

Les *sociétés non financières* ont réduit, d'un trimestre sur l'autre, de 21 milliards à 18 milliards de francs leur appel au marché. Les *grandes entreprises nationales* ont collecté un peu plus de 10 milliards de francs (12 milliards le trimestre précédent) dont 2 milliards seulement sur le compartiment international. Les *autres sociétés non financières* ont de nouveau levé un peu plus de 8 milliards de francs (après 10 milliards et 9 milliards aux premier et deuxième trimestres)

<sup>1</sup> Les institutions financières spécialisées, les banques et les sociétés financières ont effectué respectivement 45 %, 32 % et 17 % de ces émissions.

essentiellement sur le marché intérieur avec notamment sept émissions effectuées sous la forme d'emprunts convertibles en actions.



La part des sociétés non financières dans la collecte brute des résidents est restée stable avec 14 % environ des émissions. Malgré le maintien d'une année sur l'autre du coefficient de couverture de leurs remboursements à un niveau élevé (2,5), leur part dans la collecte nette des amortissements a légèrement fléchi (de 15 % en 1992 à 13 % en 1993) du fait de l'accroissement des émissions de l'État.

L'évolution diffère quelque peu selon qu'il s'agit des grandes entreprises nationales (GEN) ou des autres sociétés non financières : les GEN ont fortement accru leur présence sur le compartiment international (25 milliards de francs levés en eurofrancs en 1993, contre 12 milliards en 1992) mais leur coefficient de couverture a baissé (de 4,1 à 2,6) du fait de la diminution de leur collecte nette sur le marché intérieur. Les autres sociétés, dont le poids dans la collecte nette des sociétés non financières a progressé de 21 % à 38 %, ont au contraire amélioré sensiblement la couverture de leurs remboursements (leur coefficient s'établissait à 2,4 en 1993, contre 1,7 en 1992). Cette évolution s'explique par le retour, à partir du mois de novembre 1992, des grands émetteurs industriels sur le marché primaire du franc.

### 1.5. Les principaux événements intervenus au cours du quatrième trimestre 1993

Parmi les événements qui se sont succédés au cours de cette période, on retiendra plus spécialement les faits suivants.

Compte tenu de l'ampleur de la baisse des taux d'intérêt à long terme intervenue en 1993, le Comité de normalisation obligataire a modifié en octobre les critères relatifs au calcul du TME<sup>1</sup>. Afin que la nouvelle « OAT notionnelle 5,50 % avril 2004 » émise début novembre puisse être retenue dans l'échantillon, il a décidé la suppression du critère « taux nominal supérieur à 6 % » pour la sélection des emprunts à retenir pour le calcul des indices de taux THE et TME. Il a été décidé, le 1<sup>er</sup> décembre 1993,

<sup>1</sup> Les indices THE et TME sont calculés par la Caisse des dépôts et consignations à partir d'un échantillon constitué des emprunts d'État à taux fixes répondant à plusieurs critères déterminés par le Comité de normalisation obligataire dont, principalement, être amortissable, sans clause d'indexation ou option non matérialisée par un bon, à sept ans, de coupon régulier de périodicité au maximum annuelle, et de taux nominal supérieur à 6 %.

d'élargir cette mesure à tous les indices de taux calculés par la Caisse de dépôts et consignations. Seront donc retenus dans les échantillons, tous les titres répondant aux critères usuels de sélection (durée, catégorie, particularités...).

À l'occasion de la privatisation de la BNP puis de Rhône-Poulenc<sup>1</sup>, un peu plus de 33 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997 (soit 3,1 milliards de francs environ) ont été annulés dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public<sup>2</sup>. L'encours nominal des titres restant en circulation s'élevait à 107,2 milliards de francs à fin décembre 1993.

Afin d'adapter la liquidité des gisements obligataires aux nouvelles conditions d'émission résultant de la forte baisse des taux d'intérêt à long terme, quatre émetteurs ont lancé d'importantes offres publiques d'échange d'obligations. L'offre d'Électricité de France (du 27 septembre au 8 octobre) a concerné 7 emprunts pour un encours total de 33 milliards de francs et permis de doter une nouvelle ligne à 15 ans d'un encours de 8,3 milliards de francs (sur les 9,4 milliards de francs apportés à l'échange). Celle du Crédit foncier de France (du 20 octobre au 3 novembre) a concerné 11 emprunts totalisant un encours exceptionnel de quelque 56 milliards de francs (dont plus de 20 milliards à taux variable). Environ 25 milliards ont été apportés à l'échange permettant, entre autre, de doter deux nouvelles lignes à 6 et 10 ans d'un gisement respectif de 10 et 13 milliards de francs. Par la suite, la Société générale puis la Caisse nationale de crédit agricole ont effectué des opérations similaires mais de moindre ampleur.

Pour réduire (voire supprimer) les distorsions de concurrence qui pénalisent le marché domestique, le ministère de l'Économie a décidé de supprimer la TVA sur les commissions perçues lors de l'émission et du placement d'emprunts obligataires. Cette mesure, qui complète le dispositif déjà mis en œuvre pour développer le marché obligataire, a été inscrite dans le projet de loi de finances rectificative d'automne 1993 et sera applicable à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994. Elle devrait entraîner, pour certains émetteurs qui ne peuvent récupérer que marginalement la TVA facturée, une réduction du coût actuariel des émissions sur le marché intérieur de l'ordre de 2,5 à 4 points de base, selon la durée de l'emprunt. De même, le décalage d'un jour de valeur entre le règlement des souscriptions et le versement, par les banques, des fonds aux émetteurs, a été supprimé à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994. Cette mesure permet dorénavant de faire coter les titres dès le jour du règlement, à l'instar des obligations internationales.

Depuis quelques mois, les sociétés (essentiellement non financières) manifestent un grand intérêt pour les obligations convertibles, et notamment celles à faible coupon (compris entre 3 % et 4 %) et à forte prime de remboursement (de 20 % à 40 % du nominal)<sup>3</sup>. Relativement répandues aux États-Unis, les obligations convertibles à coupon réduit ont été introduites en France par les sociétés Havas en octobre 1992 (900 millions de francs) et Schneider en décembre 1992 (232 millions de dollars, émis par l'intermédiaire de sa filiale Square D).

Dans le cadre de la politique de gestion active de la dette publique, le Trésor a procédé au cours du mois de décembre 1993 au rachat, par l'intermédiaire du Fonds de soutien des rentes (FSR), de titres de l'emprunt d'État 13,20 % septembre 1995 (1,4 milliard de francs) et d'OAT TMB janvier 1999 (près de 350 millions de francs). Cette dernière ligne, dont l'encours atteignait 27 milliards de francs à fin novembre 1993, a également fait l'objet le 6 décembre d'un rachat par la technique de l'adjudication

<sup>1</sup> Les offres publiques de vente ont porté respectivement sur un peu moins de 47 millions d'actions (au prix unitaire de 240 francs) pour un montant de 11,3 milliards de francs et sur un peu plus de 52 millions d'actions (au prix unitaire de 135 francs) pour un montant de 7 milliards de francs.

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

<sup>3</sup> Globalement les émissions d'obligations convertibles ont atteint 18 milliards de francs en 1993, contre seulement 3 milliards en 1992. Les principales émissions d'obligations convertibles à coupon réduit ont été effectuées successivement par la Société générale en mai 1993 (3 milliards de francs à 3,50 %), le Crédit national en septembre (1,3 milliard de francs à 3,25 %) et par BSN en novembre (près de 4 milliards de francs à 3 %). D'autres émetteurs (Banque Colbert, Skis Rossignol, Carbone Lorraine) ont également procédé à de telles émissions, mais pour des montants plus modestes.

dite « à l'envers »<sup>4</sup>. Il s'agissait de la troisième opération de ce type après celles effectuées en mars 1991 sur des BTAN puis en novembre 1992 sur l'<sup>1</sup> « OAT TRB mars 1993 ». Le montant des soumissions retenues a atteint près de 3,2 milliards de francs pour un prix de rachat moyen de 99,05 %. Enfin, le Trésor a procédé à l'annulation, à hauteur de 600 millions d'écus (soit près de 4 milliards de francs) d'OAT en écus émises depuis octobre 1992 au profit du FSR dans le cadre de la politique de soutien de cours sur les valeurs du Trésor définie par décret, le 15 juin 1992.

Par un communiqué en date du 3 janvier 1994, le Trésor a fait connaître le programme indicatif de financement de l'État pour l'année 1994. Le montant des adjudications d'OAT devrait être de l'ordre de 275 milliards de francs (et 245 milliards de BTAN). Ces objectifs indicatifs qui — s'inscrivant en progression de 45 milliards de francs au regard des émissions correspondantes réalisées en 1993 — reflètent la progression du montant de l'annuité de remboursement de la dette publique à moyen et long terme en dépit de la limitation à 301 milliards de francs en 1994 du déficit budgétaire prévu par la loi de finances (contre près de 318 milliards en 1993). Par ailleurs, le Trésor réaffirme sa volonté de procéder à une gestion active de la dette publique négociable qui, en effet, a vieilli du fait de la rapidité de la baisse des taux à long terme en 1993 (l'indice du gisement est ainsi passé de 7,95 % à 5,61 % d'une fin d'année à l'autre), et dont l'échéancier des remboursements pourrait également donner lieu à des opérations de restructuration. En ce qui concerne le programme de financement en écus, le Trésor a cette fois privilégié 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. De plus, des opérations de gestion active pourraient avoir lieu sur certaines lignes d'OAT en écus parmi les plus décotées et illiquides afin de remédier aux difficultés apparues sur le marché de l'écu depuis l'été 1992.

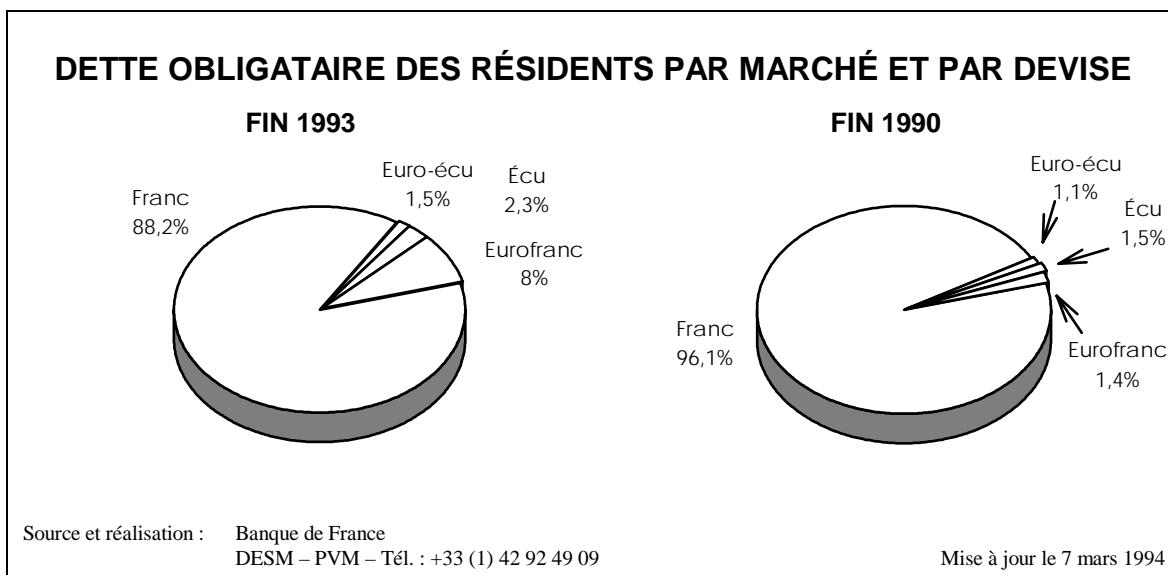
### 1.6. Les encours à fin décembre 1993

DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)					
	(en valeur nominale et en milliards de francs)				
	Fin 1985	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents.....	1 369	2 512	2 700	2 892	3 221
– par les non-résidents.....	12	28	31	32	30
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents.....	–	38	53	70	84
– par les non-résidents.....	–	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents.....	nd	37	96	171	292
– par les non-résidents.....	nd	39	71	111	186
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents.....	nd	28	44	56	53
– par les non-résidents.....	nd	13	12	12	12
<b>TOTAL.....</b>	<b>nd</b>	<b>2 696</b>	<b>3 008</b>	<b>3 345</b>	<b>3 879</b>
dont dette émise par les résidents .....	nd	2 615	2 893	3 189	3 650
dont dette émise par les non-résidents .....	nd	81	115	156	229
(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 7 mars 1994					

<sup>4</sup> Il s'agit de la technique de l'adjudication à la hollandaise (employée régulièrement pour les émissions d'OAT) appliquée non plus à une émission mais à un rachat par l'émetteur. Les soumissions sont ici retenues dans l'ordre décroissant des prix de reprise proposés par les soumissionnaires.

Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait près de 3 700 milliards de francs à fin décembre 1993, contre un peu plus de 2 600 milliards à fin 1990.

La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de 3 % à 10 %) ainsi que le faible accroissement de la dette libellée en écus qui représentait moins de 4 % de l'encours global à fin 1993, contre moins 3 % trois ans auparavant.



## 2. Le marché des actions

D'un trimestre sur l'autre, les émissions d'actions ont progressé de 18 milliards de francs pour atteindre 75 milliards au quatrième trimestre 1993. Le montant des émissions réalisées avec appel public à l'épargne a presque doublé pour atteindre plus de 36 milliards de francs.

D'une année sur l'autre, les émissions d'actions ont enregistré une légère baisse (3 % en francs courants). Elles se sont établies à 240 milliards de francs en 1993, contre 247 milliards de francs en 1992. Il convient toutefois de nuancer cette évolution en raison de la forte reprise des émissions d'obligations convertibles (18 milliards de francs en 1993, contre 3 milliards seulement en 1992).

Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne, particulièrement faibles au cours du premier semestre, se sont redressées au cours de l'été (grâce notamment aux émissions provenant du paiement optionnel des dividendes en actions nouvelles) puis ont fortement progressé au cours du dernier trimestre en raison de la bonne tenue de la bourse et de l'amélioration des anticipations relatives aux perspectives d'activité des entreprises. Les émissions effectuées avec appel public à l'épargne ont ainsi atteint 67 milliards de francs en 1993, contre 50 milliards l'année précédente.

## ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT

*(en milliards de francs)*

	2 <sup>e</sup> trim. 1993	3 <sup>e</sup> trim. 1993	4 <sup>e</sup> trim. 1993	Année 1993	Année 1992
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT) .....	–	–	–	0,1	0,2
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS .....	3,9	7,0	14,6	29,0	24,3
dont Banques .....	2,2	5,1	11,0	20,9	15,2
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ...	30,8	48,8	59,7	206,3	217,4
– GEN (y compris PTT) .....	–	–	–	–	–
– autres sociétés .....	30,8	48,8	59,7	206,3	217,4
COMPAGNIES D'ASSURANCE .....	0,5	0,8	0,3	4,8	5,5
NON-RÉSIDENTS .....	–	–	–	–	–
<b>TOTAL ÉMIS (a) .....</b>	<b>35,3</b>	<b>56,6</b>	<b>74,6</b>	<b>240,2</b>	<b>247,4</b>
dont émissions de titres cotés (b).....	5,6	20,1	35,4	66,2	47,2
dont émissions avec appel public à l'épargne (c).....	5,2	19,3	36,4	67,1	49,7

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

(b) Cote officielle et second marché

(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB.

Source : Crédit lyonnais

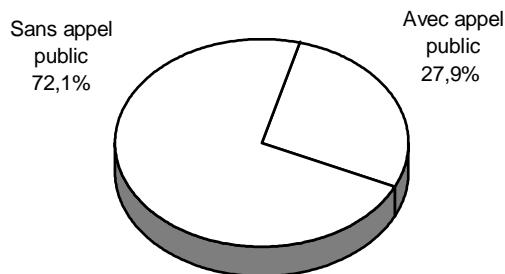
Réalisation : Banque de France

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

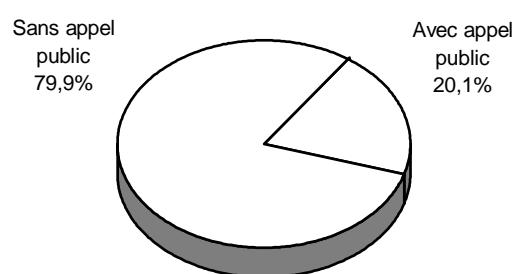
Mise à jour le 7 mars 1994

## RÉPARTITION DES ÉMISSIONS D'ACTIONS

### ANNÉE 1993



### ANNÉE 1992



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

Mise à jour le 7 mars 1994

# LE POIDS DES FRAIS FINANCIERS DANS LES RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS

Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés est un indicateur synthétique de solvabilité à court terme, révélateur du risque. Son évolution de 1988 à 1992 est la résultante des mouvements contrastés sur les taux d'intérêt, le taux d'endettement et la rentabilité. L'étude met en évidence la nécessité de tenir compte de la taille des entreprises et de leurs placements financiers.

MIREILLE BARDOS  
DOMINIQUE LEFILLIATRE  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des Entreprises*

■ Les frais financiers rapportés à un indicateur de résultat peuvent s'exprimer comme le produit de trois ratios : le taux d'intérêt apparent, la part de l'endettement dans le capital engagé et un ratio de rentabilité. Les deux notions proposées dans cette étude, « en brut » et « en net de produits et de placements financiers », répondent à la préoccupation d'analyser la solvabilité en termes d'exploitation ou en termes d'activité globale, mais aussi de montrer l'impact de l'activité financière sur le financement.

■ La description repose sur deux types d'indicateurs statistiques : les quartiles sont révélateurs de la variété des situations individuelles ; les ratios moyens, quotients de montants globaux, reflètent la situation d'ensemble d'une population d'entreprises souvent dominée par les plus grosses unités.

Ces deux visions sont donc complémentaires (cf. encadré de la méthodologie).

■ L'analyse des évolutions a été complétée par la recherche des éléments prépondérants entre « effet taux », « effet endettement », « effet rentabilité » en précisant l'importance relative de chacun d'eux grâce à une méthodologie appropriée (cf. encadré sur la mesure des effets relatifs).

■ Globalement le ratio de solvabilité à court terme s'est très légèrement alourdi au cours de la période sous revue ; toutefois la situation de la majorité des entreprises est restée stable. Mais les éléments explicatifs de ce ratio révèlent un changement de tendance à partir de 1990 qui s'est poursuivi : hausse des taux d'intérêt apparent, désendettement et détérioration des rentabilités.

Le poids des frais financiers dans le résultat de l'entreprise est souvent considéré comme un indicateur de solvabilité à court terme. Il est aussi révélateur de risque.

Les données de la comptabilité nationale sur les sociétés et quasi-sociétés (SQS) ont montré que le ratio (frais financiers – produits financiers) / excédent brut d'exploitation, après s'être réduit notablement depuis 1985, s'est ensuite alourdi de 1989 à 1992, sans toutefois rejoindre les niveaux du début de la décennie.

Sur les données de la Centrale de bilans, la tendance observée au niveau macro-économique est confirmée, avec toutefois un retournement un peu plus tardif. L'échantillon<sup>1</sup> de firmes de l'industrie, du bâtiment et génie civil et agricole et du commerce permet d'examiner les mouvements d'ensemble, mais aussi la très grande dispersion des situations individuelles des entreprises. Il donne la possibilité également d'observer des différences selon la taille et d'analyser ces mouvements en fonction de l'évolution des taux d'intérêt, de l'endettement et de la rentabilité.

Dans un contexte de développement des marchés financiers et de taux d'intérêt réels élevés, certaines entreprises ont cherché à neutraliser leurs frais financiers par des produits de même nature, et/ou à faire fructifier leurs excédents de trésorerie permis par l'évolution du partage salaire-profit en faveur des entreprises à partir de 1984. Les autres firmes, qui n'ont pu réaliser ce type d'opérations, ont donc été davantage exposées aux taux d'intérêt réels élevés.

Ce constat conduit à mener deux analyses parallèles, l'une en chiffres bruts, l'autre calculée nette des produits et placements financiers. Deux décompositions permettent d'affiner l'explication du ratio de solvabilité qui peut s'exprimer comme le produit du taux d'intérêt apparent, de la part de l'endettement dans le capital engagé et d'un ratio de rentabilité. La première décomposition appréhende l'entreprise dans sa relation avec les établissements de crédit. La seconde prend en compte les compensations entre endettement et placements d'une part, entre charges et produits financiers d'autre part, comme le fait la comptabilité nationale<sup>2</sup>.

**Décomposition « en chiffres bruts »<sup>3</sup>**

$$\frac{FF}{EBG} = \frac{FF}{END} \times \frac{END}{CAP. ENG} \times \frac{CAP. ENG}{EBG}$$

**Décomposition « en chiffres nets » des placements et produits financiers**

$$\frac{FF - PF}{EBE} \times \frac{FF - PF}{END - PLA} \times \frac{END - PLA}{CAP. ENG - PLA} \times \frac{CAP. ENG - PLA}{EBE}$$

<sup>1</sup> Taille de l'échantillon chaque année : 1988 : 24 020, 1989 : 25 423, 1990 : 26 386, 1991 : 26 114, 1992 : 21 328

<sup>2</sup> Les concepts utilisés reprennent ceux de la fiche thématique « Éléments d'analyse de la situation financière des entreprises » publiée dans le rapport du Conseil national du crédit pour l'année 1991 (page 295).

<sup>3</sup> FF = frais financiers sur endettement financier hors groupe et associés

END = endettement financier hors groupe et associés

EBG = excédent brut global = excédent brut d'exploitation + produits et charges hors exploitation

PF= produits financiers ; PLA = placements = ligne 2050 (CD + CF) de la liasse fiscale

CAP.ENG = capital engagé = capitaux propres + amortissements + provisions + endettement financier y compris groupe et associés

FF/END = taux d'intérêt apparent ; EBG/CAP. ENG = rentabilité brute globale

### Méthodologie statistique

*Afin d'observer le maximum d'entreprises, l'étude a été faite sur un échantillon non constant ; elle a été menée sur l'ensemble des firmes et aussi selon la taille.*

*Deux types d'indicateurs statistiques ont été utilisés :*

*– le ratio moyen<sup>1</sup>, encore appelé ratio des moyennes, donne le niveau global du ratio sur la population étudiée et présente également l'avantage de permettre des décompositions de ratios. Cet indicateur a néanmoins la propriété d'être très influencé par les grandes entreprises ; il est donc très sensible à l'échantillonnage. Aussi, l'a-t-on calculé sur échantillons glissants (constants sur 2 ans), afin d'évaluer les évolutions d'une année sur l'autre sur les mêmes entreprises ;*

*– les quartiles<sup>2</sup> donnent une vision synthétique de la distribution des ratios individuels, indiquant niveau et dispersion. Leur robustesse, d'autant plus importante qu'ils sont calculés sur de gros échantillons, permet de distinguer :*

- *les tendances fortes et générales, c'est-à-dire visibles sur tous les quartiles (conclusion qui est encore renforcée si ce résultat se retrouve quelle que soit la taille),*
- *et les phénomènes diversement suivis : par exemple, des évolutions divergentes des premier et troisième quartiles, ou encore la stabilité d'une partie de la distribution accompagnée d'un changement sensible sur un des quartiles.*

*Ainsi, les informations apportées par ces deux indicateurs sont complémentaires. Alors que le ratio moyen donne une image globale de la situation, très influencée par les grandes entreprises, les quartiles indiquent le comportement de la majorité des firmes.*

*Il est donc naturel que des divergences existent parfois entre l'un et l'autre. Quand celles-ci apparaissent elles avertissent le lecteur sur la particularité de certaines entreprises qui ne suivent pas la tendance générale.*

## 1. Le poids des charges financières

De 1988 à 1989, le poids des charges financières brutes évaluées par FF/EBG, calculé à partir de données globalisées<sup>3</sup>, diminue de 0,6 point pour l'ensemble de l'échantillon observé (industrie, bâtiment, génie civil et agricole, commerce) mais cette amélioration est la fin d'un mouvement déjà constaté les années précédentes : il n'est suivi que par les grandes entreprises, la situation des PME et des TPE (très petites entreprises, c'est-à-dire employant moins de 20 salariés) se détériorent.

De 1989 à 1990, le ratio s'alourdit brusquement de plus de 2 points pour l'ensemble, reflétant la situation des grandes sociétés, tandis que pour les PMI la hausse est de 1 à 2 points.

De 1990 à 1991, l'augmentation s'est poursuivie, de façon toutefois plus modérée : 1 point pour les grandes entreprises et les PME, tandis que chez les TPE l'augmentation est beaucoup plus modeste (+ 0,2 point).

<sup>1</sup> Quotient des montants globaux  $\Sigma ai / \Sigma bi$

<sup>2</sup> Quartiles :

Q1, premier quartile : 25 % des firmes ont un ratio inférieur à Q1 et 75 % des firmes ont un ratio supérieur à Q1.

Q2, médiane : 50 % des firmes ont un ratio inférieur à Q2 et 50 % des firmes ont un ratio supérieur à Q2.

Q3, troisième quartile : 75 % des firmes ont un ratio inférieur à Q3 et 25 % des firmes ont un ratio supérieur à Q3.

<sup>3</sup> C'est-à-dire par le ratio moyen égal au quotient de la somme des variables du numérateur par la somme des variables du dénominateur. Cf. l'encadré de méthodologie statistique. Pour une année t on dispose de deux chiffres : l'un calculé sur l'échantillon constant des années t – 1 et t, l'autre calculé sur l'échantillon constant des années t et t + 1. On constate que ces deux chiffres peuvent être assez différents, montrant la sensibilité du ratio moyen à l'échantillonnage. C'est donc sur les évolutions d'une année sur l'autre que se concentre le commentaire.

<b>ÉVOLUTION DE FF/EBG SELON LA TAILLE</b> <b>Ratios moyens</b>								
FF/EBG	Année d'arrêté		Année d'arrêté		Année d'arrêté		Année d'arrêté	
	1988	1989	1989	1990	1990	1991	1991	1992
Toutes tailles .....	16,25	15,63	16,17	18,53	17,06	18,22	18,07	18,52
moins de 20 salariés .....	24,91	25,05	24,25	25,48	23,94	24,11	22,78	25,94
20 à 49 salariés .....	21,56	21,93	21,09	22,67	22,12	23,16	22,21	26,54
50 à 499 salariés .....	19,06	19,45	19,07	20,95	19,83	20,80	20,28	22,13
plus de 500 salariés .....	13,46	12,22	13,41	15,91	14,18	15,44	15,77	14,62

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68 et 42 92 39 65

Mise à jour le 14 décembre 1993

<b>ÉVOLUTION DE FF – PF/EBE SELON LA TAILLE</b> <b>Ratios moyens</b>								
FF-PF/EBE nets des placements	Année d'arrêté		Année d'arrêté		Année d'arrêté		Année d'arrêté	
	1988	1989	1989	1990	1990	1991	1991	1992
Toutes tailles .....	7,38	4,94	4,91	6,07	4,61	5,60	5,13	3,36
moins de 20 salariés .....	19,47	19,26	18,43	20,17	18,67	18,46	18,01	20,19
20 à 49 salariés .....	16,20	16,51	14,88	16,32	16,05	15,86	14,20	19,48
50 à 499 salariés .....	12,29	12,58	11,94	13,25	12,05	13,41	12,51	13,55
plus de 500 salariés .....	2,89	-1,67	-1,42	-1,34	-2,64	-2,00	-2,44	-7,63

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68 et 42 92 39 65

Mise à jour le 14 décembre 1993

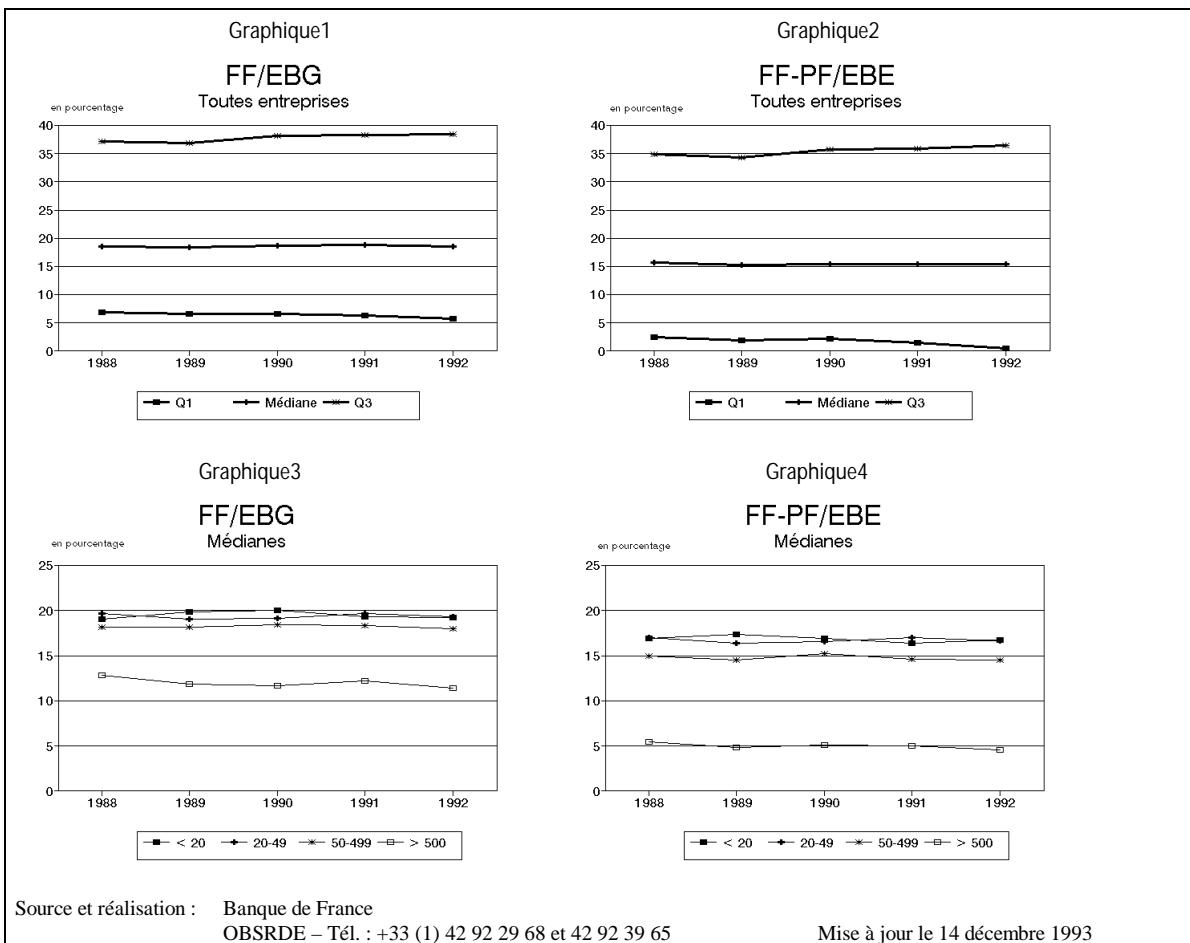
De 1991 à 1992, on observe une hausse globalement limitée du ratio FF/EBG, avec un accroissement de l'écart entre grandes et petites entreprises, écart qui n'atteint pas toutefois les niveaux observés en 1988 (11,5) et 1989 (12,8).

L'effet modérateur sur le ratio de solvabilité induit par la prise en compte des produits financiers est d'autant plus important que l'entreprise est grande. Ainsi, en 1988 le passage de FF/EBG à FF – PF/EBE se traduit par un abaissement de 5,5 points en niveau pour les plus petites firmes et de 10,5 points pour les entreprises de plus de 500 salariés.

De plus, l'effet des produits financiers s'accentue dans le temps : sur l'ensemble, l'allégement était de l'ordre de 9 points au début de la période étudiée et en 1992, il dépasse 15 points. L'effet le plus marqué concerne les entreprises de plus de 500 salariés pour lesquelles le rapport frais financiers nets des produits financiers/EBE est devenu négatif à partir de 1989 ; cette évolution est encore plus accentuée la dernière année où le ratio passe de -2,4 % en 1991 à -7,6 % en 1992.

Ces chiffres globaux masquent des disparités qui peuvent être observées sur les quartiles<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> L'échelle des graphiques a été choisie pour faire apparaître la dispersion des données (Q1, Q3), mais ceci entraîne que les mouvements d'une année sur l'autre paraissent visuellement plus atténusés. De plus, les échelles sont les mêmes pour les graphiques d'un ratio, qu'il soit présenté en brut ou en net, ce qui permet des comparaisons visuelles précises de ces graphiques qui sont situés l'un à côté de l'autre.



Le ratio FF/EBG se situe en 1992 entre 6 % et 37 % à 38 % pour la moitié des entreprises (graphique 1), le ratio FF – PF/EBE étant encore plus dispersé (graphique 2). Les comparaisons entre les tailles d'entreprises (graphiques 3 et 4) confirment que les TPE et PME se ressemblent et ont une moindre solvabilité que les grandes entreprises. Pour ces dernières, l'impact de la prise en compte des produits financiers est particulièrement sensible : la médiane du ratio net est de plus de 7 points inférieure à celle du ratio brut.

Le mouvement de hausse du ratio de solvabilité, plus atténué sur les quartiles que celui déjà constaté sur ratio moyen, n'est pas suivi par toutes les entreprises avec la même intensité et la dispersion du ratio s'élargit : élévation du troisième quartile et abaissement du premier. Ce mouvement divergent s'accompagne de la stabilité de la médiane à l'exception de 1992, année où elle a baissé, en brut comme en net chez les grandes firmes.

Il faut noter que la diminution du premier quartile n'est pas toujours signe d'amélioration des situations, car, pour certaines entreprises, l'excédent brut d'exploitation (EBE) et même l'excédent brut global (EBG) deviennent négatifs.

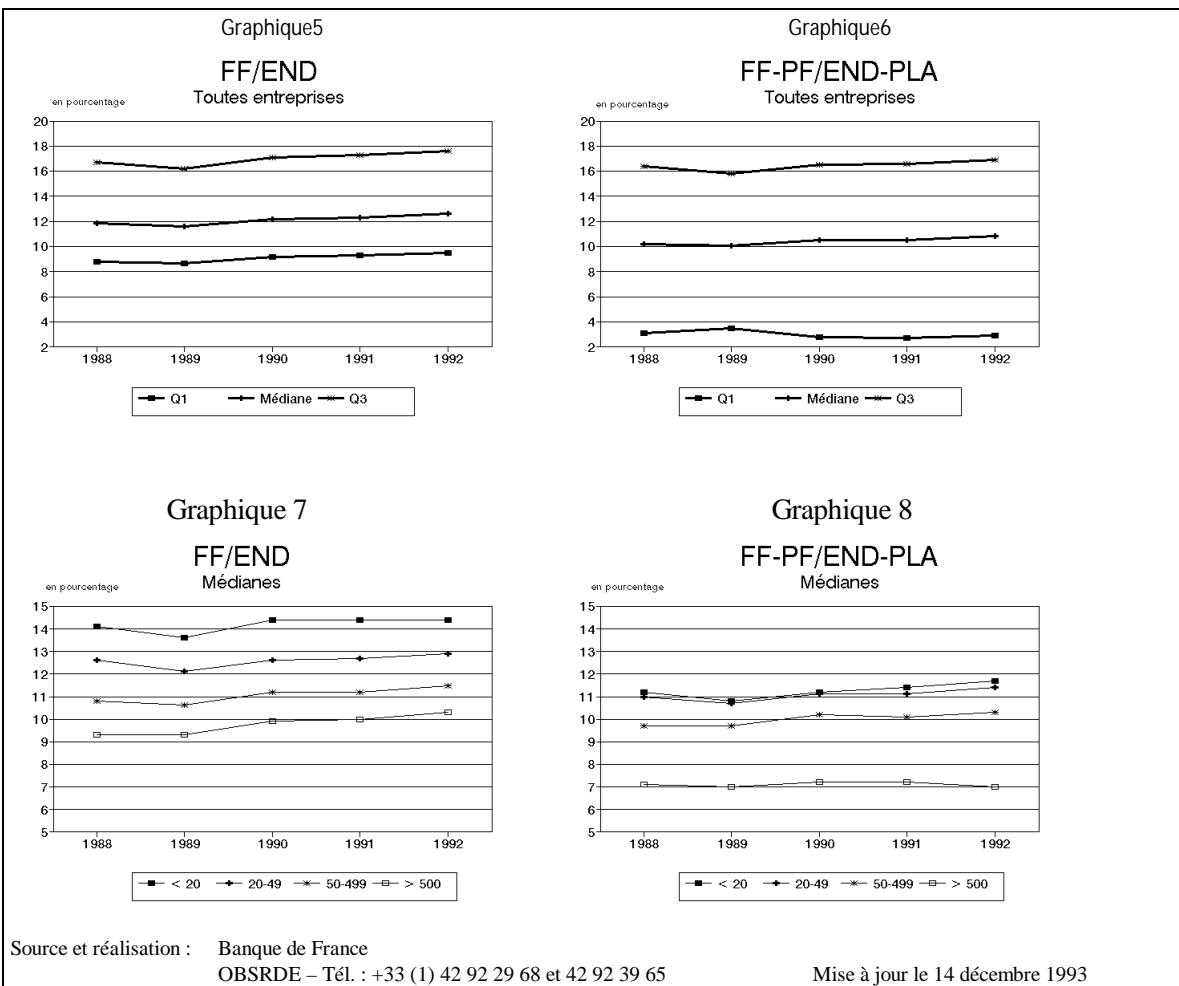
Pour les firmes de moins de 500 salariés, le poids des charges financières dans l'EBG s'est donc régulièrement alourdi de 1988 à 1992. Chez les grandes sociétés à la dégradation des années 1990 et 1991 succède une amélioration en 1992.

L'explication de ces constats va être développée à l'aide des trois ratios de la décomposition. Dans le chapitre 2, seront décrites les évolutions de ces ratios par les quartiles, afin de mettre en évidence les tendances suivies majoritairement et la diversité des situations. Dans le chapitre 3, l'impact relatif de ces trois composantes sur l'évolution de la solvabilité sera mesuré, grâce à une méthode appropriée, sur ratios moyens par tranche de taille.

## 2. Les ratios explicatifs

Retenant les deux décompositions exposées dans l'introduction, chacun des ratios explicatifs va être décrit dans ce paragraphe.

Les taux d'intérêt apparents, mesurés par le rapport entre les frais financiers et l'endettement, sont d'autant plus élevés que la taille est petite.



En 1988, se termine la période de décroissance des taux<sup>1</sup>, visible sur les données de la Centrale de bilans jusqu'en 1989. Sur les chiffres bruts (graphique 5) l'alourdissement, apparu en 1990, notamment pour les entreprises supportant les taux les plus défavorables, s'est poursuivi en 1991 et en 1992.

L'effet-taille illustré par le graphique 7 montre clairement sur la médiane, qu'entre 1988 et 1989, la diminution du taux d'intérêt est d'autant plus forte que les entreprises sont petites ; le taux est même demeuré stable dans les grandes entreprises. Après la forte hausse de l'année 1990, quelle que soit la taille, la croissance du coût de l'endettement a été plus lente en 1991 mais a repris en 1992 pour les firmes employant plus de 20 salariés. Les TPE se sont ainsi distinguées des autres firmes au cours de ces deux années, par un certain tassement de leurs taux d'intérêt apparents. Ainsi les écarts de taux d'intérêt selon la taille se seraient un peu resserrés en fin de période.

La prise en compte des produits financiers (graphique 6) fait apparaître un élargissement de la dispersion inter-quartiles : en particulier le premier quartile du ratio net, en dessous duquel se situent les entreprises les plus avantagées<sup>2</sup>, est en baisse de 1989 à 1991. Pendant cette période, les produits financiers ont continué à s'amplifier. Les firmes de moins de 20 salariés se rapprochent des entreprises de 20 à 50 employés ; ces deux catégories d'entreprises se distinguent des autres PME et des très grandes sociétés dont le taux net est inférieur, surtout pour les firmes de plus de 500 salariés. En 1992, contrairement à ce qu'on a observé en brut, les écarts entre grandes entreprises et PME-TPE s'élargissent en net : diminution pour les premières, augmentation pour les autres.

Les taux d'intérêt apparents nets sont inférieurs à ceux calculés en brut : les placements financiers ont donc réussi à contrebalancer partiellement le coût de l'endettement pour l'ensemble des entreprises.

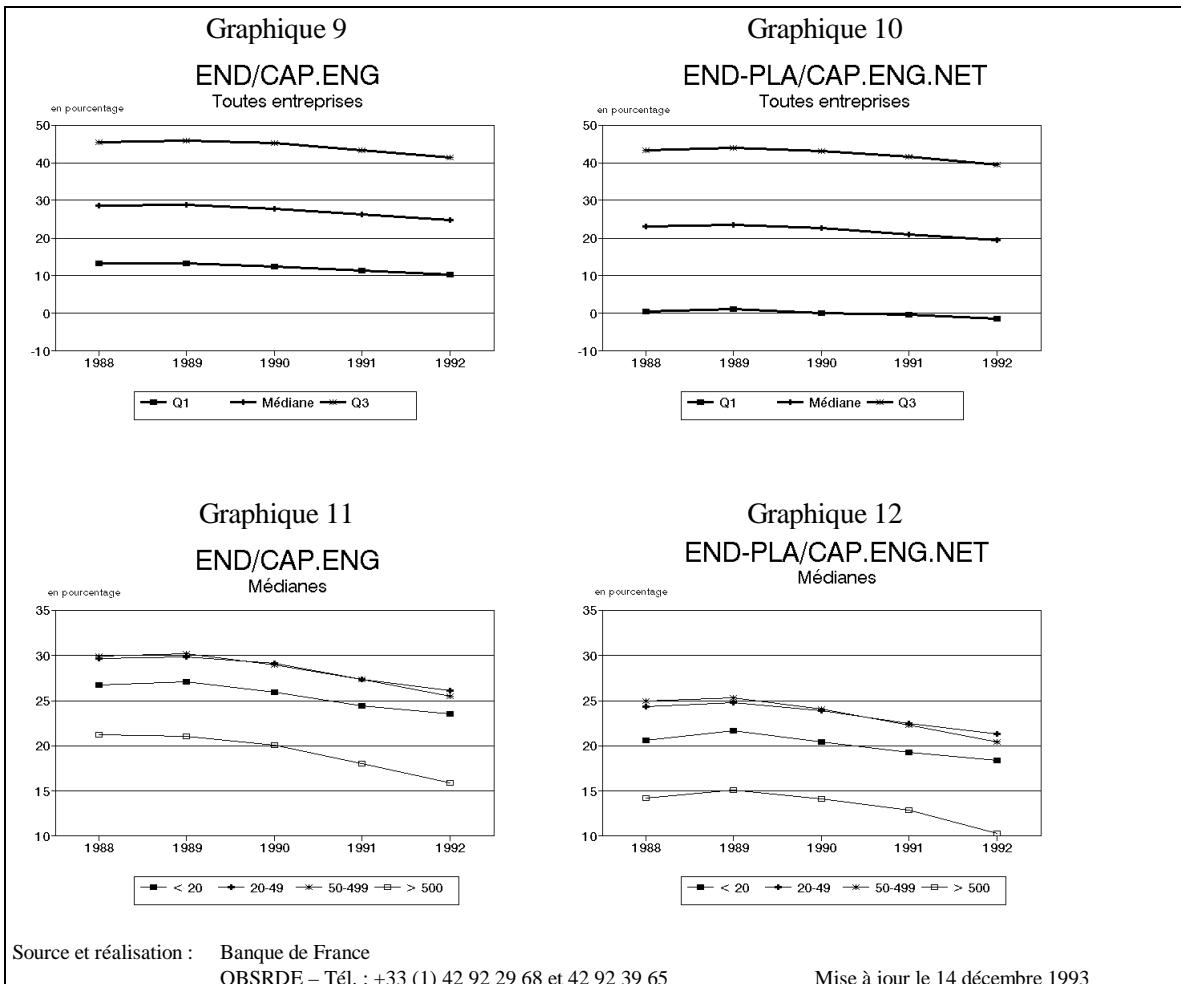
La part de l'endettement dans le capital engagé a, en 1989, diminué dans les grandes entreprises et augmenté légèrement dans les PME. Elle a ensuite baissé régulièrement jusqu'en 1992 (graphique 9). De plus, le passage du brut au net accroît, là aussi, la dispersion inter-quartiles puisqu'il laisse pratiquement inchangé le niveau du troisième quartile, mais affecte très sensiblement le premier quartile qui est quasiment nul et devient même négatif en 1992, grâce aux placements financiers qui équilibrivent l'endettement (graphique 10).

Il apparaît sur ce ratio (graphique 11) une hiérarchie selon la taille, différente de celle observée sur les taux d'intérêt apparents : les TPE sont, en effet, en position intermédiaire entre les entreprises employant de 20 à 500 personnes et les grandes firmes dont le taux d'endettement est le plus bas et a diminué le plus fortement au cours de la période 1990-1992<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Cf. enquête sur le coût du crédit aux entreprises de la direction de la Conjoncture de la Banque de France

<sup>2</sup> Les mouvements affectant les quartiles au cours de la période donnent une information sur l'évolution d'ensemble des niveaux des ratios ; ceci ne suppose pas que les mêmes entreprises demeurent constamment dans le même quartile.

<sup>3</sup> Comme le montrent les graphiques en annexes, les grandes entreprises ont moins recours à l'endettement bancaire que les PME bien que leur taux d'intermédiation semble plutôt en légère augmentation sur nos échantillons. Parallèlement, leurs dettes vis-à-vis du groupe se sont fortement élevées.



Les mêmes observations peuvent être formulées lorsque l'on raisonne en chiffres nets (graphique 12), l'augmentation des valeurs mobilières de placement<sup>1</sup> ne modifiant ni le sens de variation de la part de l'endettement net dans le capital engagé net, ni la hiérarchie entre les tailles.

L'étude peut être utilement complétée par quelques éléments sur la structure de l'endettement qui diffère selon la taille et se modifie au cours de la période (cf. annexes 1 et 2) :

– dans les TPE, les associés concourent au financement beaucoup plus largement que dans les autres classes de taille (même si une diminution relative légère a été constatée) ; par ailleurs, leurs autres sources de financement proviennent exclusivement des banques ;

– dans les grandes entreprises, la part du financement assuré par les groupe et associés a pris une importance croissante : en 1992, elle représente plus de 15 % de l'endettement financier<sup>2</sup> pour la moitié des entreprises. Le taux d'intermédiation bancaire<sup>3</sup> est inférieur à 90 % pour la majorité des firmes ;

<sup>1</sup> Surtout chez les PME (cf. annexe 3)

<sup>2</sup> L'endettement financier comprend l'endettement bancaire (emprunts et concours bancaires courants) ; les obligations nettes et les titres de participation, et les autres emprunts (dont avances conditionnées, fonds de participation et comptes bloqués des salariés, prêts de l'État, des collectivités locales et des organismes internationaux, billets de trésorerie...).

<sup>3</sup> Le taux d'intermédiation bancaire est la part de l'endettement financier d'origine bancaire.

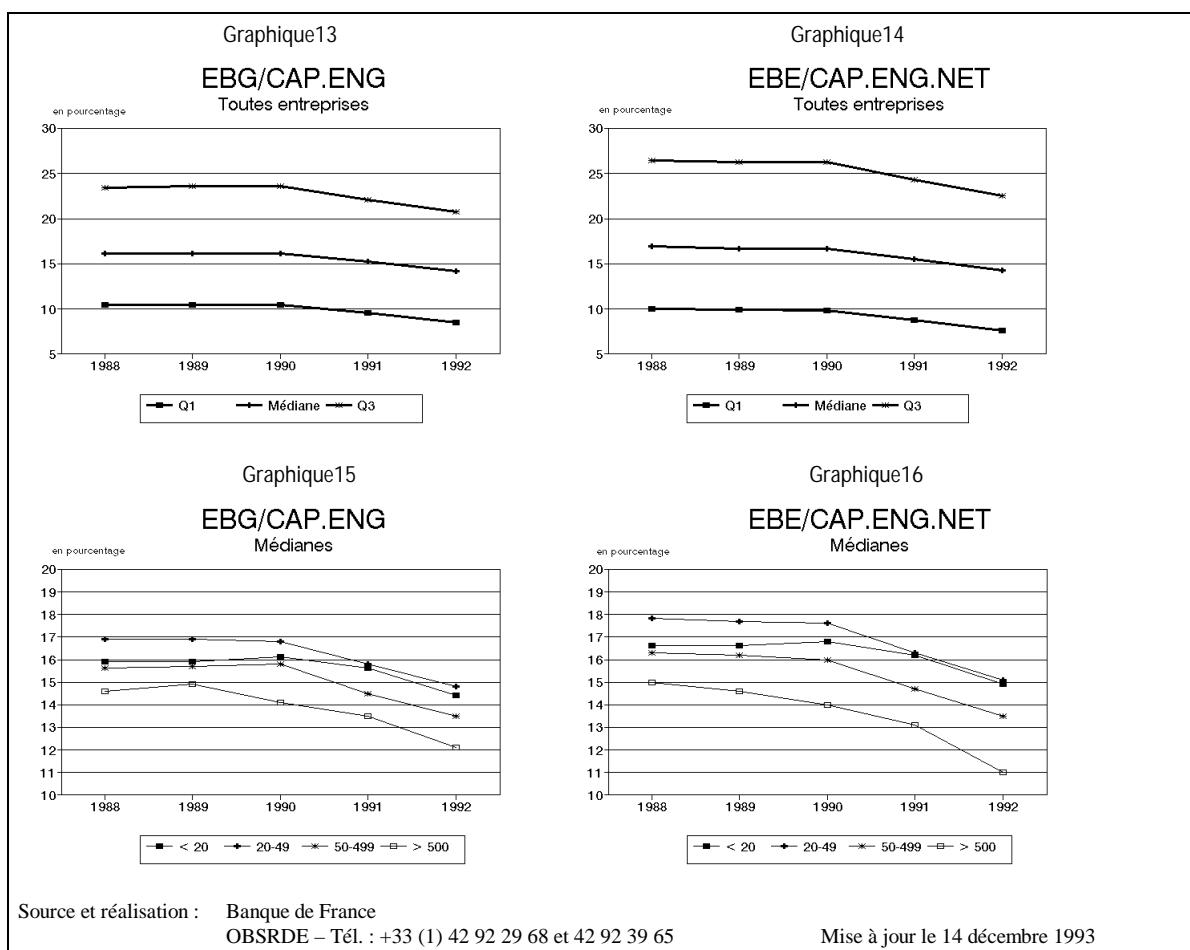
– dans les PME, les groupes et associés concourent pour une part assez faible au financement (moins de 4 % en médiane), tandis que les banques représentent la presque totalité des sources de financement hors groupe.

Enfin, les concours bancaires courants sont plus importants chez les TPE et PME. De même que les emprunts, ils ont diminué régulièrement quelle que soit la taille.

L'amélioration de la rentabilité brute globale, EBG/capital engagé (graphique 13), amorcée au milieu des années quatre-vingt et consécutive au redressement des taux de marge, s'est, dans l'ensemble, poursuivie jusqu'en 1990. À partir de cette date, le repli a été général (baisse de deux points pour le troisième quartile et seulement d'un point pour le premier quartile).

Les firmes employant de 20 à 50 personnes ont la rentabilité la plus élevée, suivies des TPE et des entreprises de 50 à 499 salariés, ces deux dernières populations réalisant des performances comparables jusqu'en 1990 (graphique 15). La rentabilité des grandes sociétés, dont la baisse a d'ailleurs débuté un an plus tôt, se situe généralement à un niveau plus faible que celui des autres firmes.

Le ratio excédent brut global / capital engagé (EBG/CAP. ENG. : graphiques 13 et 15) qui vient d'être analysé prend en compte non seulement les éléments d'exploitation mais aussi financiers et exceptionnels. Le ratio excédent brut d'exploitation /(capital engagé – placements), (EBC/CAP. ENG. net : graphiques 14 et 16) se rapproche quant à lui davantage d'une rentabilité d'exploitation.



Le passage de cette notion de rentabilité d'exploitation à la rentabilité brute globale :

- entraîne un resserrement de la dispersion, particulièrement sensible sur l'écart entre les deuxième et troisième quartiles, traduisant une très forte sensibilité des entreprises les plus rentables à la présence d'éléments financiers,
- ne modifie pas la hiérarchie selon la taille,
- se traduit chez les grandes firmes en 1989 par une amélioration de la rentabilité brute globale, et en 1992 par une atténuation de sa dégradation grâce aux produits des placements financiers.

Ainsi constate-t-on qu'après une forte hausse en 1990, les taux d'intérêt apparents se sont maintenus à des niveaux élevés. Depuis 1991, pour l'ensemble des entreprises, la rentabilité s'est dégradée, tandis que le désendettement est allé en s'accentuant.

On va étudier dans le paragraphe suivant comment ces différents effets se sont combinés.

### 3. Les effets prépondérants

L'alourdissement du poids des frais financiers dans le résultat des entreprises constaté ces dernières années dépend des trois éléments dont on vient de décrire les évolutions. On se propose maintenant de mesurer quels ont été, parmi ces trois éléments, ceux qui ont été prépondérants.

À cette fin, une méthodologie appropriée, explicitée dans l'encadré ci-dessous, permet de mesurer l'influence relative de trois facteurs sur l'évolution du ratio de solvabilité :

- l'effet « taux d'intérêt »,
- l'effet « endettement »,
- l'effet « rentabilité »,

les effets du deuxième et troisième ordre n'intervenant que de façon résiduelle.

#### Mesure des effets relatifs

L'analyse des évolutions est possible grâce aux décompositions suivantes calculées sur les *ratios moyens* : l'écart entre deux périodes  $t$  et  $t - 1$  portant sur le ratio FF/EBG peut s'écrire comme la somme de trois effets différentiels du premier ordre et d'un terme regroupant les différentiels d'ordre supérieur.

$$\left[ \frac{\text{FF}}{\text{EBG}} \right]_t - \left[ \frac{\text{FF}}{\text{EBG}} \right]_{t-1} = R_t - R_{t-1} = a_t b_t c_t - a_{t-1} b_{t-1} c_{t-1}$$

= $(a_t - a_{t-1}) b_t c_{t-1}$	Effet « taux d'intérêt »	a = FF/END
+ $(b_t - b_{t-1}) a_t c_{t-1}$	Effet « taux d'endettement »	b = END/CAP. ENG.
+ $(c_t - c_{t-1}) a_{t-1} b_t$	Effet « rentabilité »	c = CAP. ENG/EBG = 1/r
où r est la rentabilité brute globale		
+ $(a_t - a_{t-1})(b_t - b_{t-1}) c_{t-1}$	}	
+ $(b_t - b_{t-1})(c_t - c_{t-1}) a_{t-1}$	}	termes différentiels des deuxième et troisième ordres
+ $(c_t - c_{t-1})(a_t - a_{t-1}) b_{t-1}$	}	
+ $(a_t - a_{t-1})(b_t - b_{t-1})(c_t - c_{t-1})$	}	

Ainsi les trois effets sont rendus comparables par une pondération adéquate, et, par souci de cohérence entre ces différents effets, les chiffres des tableaux sont présentés en quotient et non en pourcentage.

Les mêmes calculs peuvent être faits pour la décomposition en net.

L'allégement du ratio de solvabilité (FF/EBG) entre 1988 et 1989 est globalement dû à la contraction de l'endettement et à l'amélioration de la rentabilité brute globale ; ces mouvements sont néanmoins de faible ampleur. Il n'en est pas de même pour le ratio de solvabilité nette (FF – PF)/EBE dont la diminution a été sensible grâce au développement des produits financiers.

L'évolution 1988-1989 diffère selon la taille : en fait, la diminution du ratio de solvabilité brut (c'est-à-dire son amélioration) est le fait des seules grandes entreprises<sup>1</sup> pour lesquelles les trois effets ont été favorables. L'amorce de la détérioration des ratios de solvabilité exprimés en brut chez les PME s'explique surtout par une dégradation de la rentabilité, même si celle-ci est de faible ampleur<sup>2</sup>.

En net, l'amélioration du ratio de solvabilité est encore plus forte chez les grandes entreprises à cause de la diminution<sup>3</sup> du taux d'intérêt apparent net FF – PF/END – PLAC, sensible à l'augmentation des produits financiers. On constate le même effet favorable chez les TPE. Quant aux PME, elles ont aussi pu compenser les frais financiers par des produits de même nature, mais dans une bien moindre mesure que les grandes sociétés ; si l'effet « taux d'intérêt net » joue en sens inverse de la rentabilité, il n'a pas fait obstacle à la dégradation de la solvabilité.

De 1989 à 1990, la dégradation du ratio de solvabilité est générale, aussi bien en net qu'en brut, et ceci quelle que soit la taille.

Sur le ratio FF/EBG, contrairement à l'année précédente, ce sont les grandes entreprises qui ont été les plus pénalisées, essentiellement à cause d'une baisse importante de la rentabilité. Pour les PME, c'est l'alourdissement du taux d'intérêt apparent qui est prépondérant, la diminution de la rentabilité n'intervenant qu'en second.

L'analyse des effets nets des produits et placements financiers montre à quel point les grandes firmes ont su utiliser en 1990 leur activité financière pour neutraliser la dégradation de leur solvabilité. Il n'en a pas été de même pour les PME, où les analyses des deux décompositions sont proches.

En 1991, le ratio de solvabilité exprimé en brut se dégrade un peu moins qu'en 1990 car, quelle que soit la taille, les entreprises ont contrebalancé partiellement leur perte de rentabilité en se désendettant davantage que les années précédentes. L'effet taux d'intérêt a été faible.

Quand on raisonne en net sur les PME, on retrouve les mêmes résultats qu'en brut concernant la rentabilité et l'endettement ; par contre, l'évolution du taux d'intérêt apparent net des produits financiers a été plus avantageuse chez les firmes employant moins de 50 salariés<sup>4</sup>.

En 1992, chez les firmes employant moins de 500 salariés, l'alourdissement du poids des frais financiers se poursuit. Celles qui emploient de 20 à 50 salariés subissent une élévation importante du taux d'intérêt apparent et une dégradation de la rentabilité, également très sensible chez les autres PME et TPE, tant en brut qu'en net, que n'arrive pas à compenser la poursuite du désendettement.

Dans les grandes entreprises, le taux d'intérêt apparent a globalement diminué. Ce repli, qui a concerné seulement les plus grandes unités puisque la médiane du ratio a augmenté (graphique 7), a permis, conjugué au désendettement, un allégement du poids des frais financiers malgré la dégradation de la rentabilité.

En net, des résultats analogues sont constatés ; toutefois pour les grandes sociétés, seule la baisse du taux d'intérêt apparent net, confirmée par les statistiques en médiane (graphique 8), a été importante.

<sup>1</sup> Cf. § 1.

<sup>2</sup> Il est à noter que cette diminution n'est pas perceptible sur les médianes (graphique 15).

<sup>3</sup> Cette évolution favorable du ratio confirme le constat fait sur la médiane (graphique 8) dont toutefois la diminution, de faible ampleur, indique que c'est principalement chez les très grandes entreprises que cette baisse du taux d'intérêt apparent net a été forte.

<sup>4</sup> Cet effet de faible ampleur, visible sur les ratios moyens mais pas sur les médianes, n'a été le fait que d'un nombre limité de firmes.

### ANALYSE DE L'ÉVOLUTION (a)

	Décomposition en brut FF/EBG (t) – FF/EBG (t – 1)				Décomposition en net (FF – PF)/EBE (t) – (FF – PF)/EBE (t – 1)			
	Années 1989/1988	Années 1990/1989	Années 1991/1990	Années 1992/1991	Années 1989/1988	Années 1990/1989	Années 1991/1990	Années 1992/1991
	TOUTES TAILLES							
Écart $R_t - R_{t-1}$ .....	- 0,0062	0,0236	0,0116	0,0045	- 0,0244	0,0116	0,0100	- 0,0177
Effet taux d'intérêt .....	- 0,0007	<b>0,0105</b>	0,0053	- 0,0004	<b>- 0,0264</b>	0,0051	0,0055	- 0,0184
Effet endettement .....	- 0,0032	- 0,0038	<b>- 0,0134</b>	- 0,0095	- 0,0001	- 0,0009	- 0,0032	- 0,0046
Effet rentabilité .....	- 0,0024	<b>0,0165</b>	<b>0,0212</b>	<b>0,0152</b>	0,0031	0,0069	0,0076	<b>0,0063</b>
Effets du 2 <sup>e</sup> et 3 <sup>e</sup> ordre .....	0,0001	0,0003	- 0,0016	- 0,0008	- 0,0011	0,0005	- 0,0000	- 0,0010
MOINS DE 19 SALARIÉS								
Écart $R_t - R_{t-1}$ .....	0,0014	0,0123	0,0017	0,0129	- 0,0021	0,0174	- 0,0021	0,0060
Effet taux d'intérêt .....	0,0003	<b>0,0187</b>	- 0,0041	0,0027	<b>- 0,0105</b>	<b>0,0225</b>	- 0,0070	0,0051
Effet endettement .....	- 0,0007	- 0,0057	<b>- 0,0124</b>	<b>- 0,0140</b>	0,0051	- 0,0075	<b>- 0,0098</b>	<b>- 0,0197</b>
Effet rentabilité .....	0,0019	- 0,0003	<b>0,0193</b>	<b>0,0255</b>	0,0037	0,0031	<b>0,0157</b>	<b>0,0230</b>
Effets du 2 <sup>e</sup> et 3 <sup>e</sup> ordre .....	- 0,0000	- 0,0005	- 0,0010	- 0,0014	- 0,0004	- 0,0007	- 0,0010	- 0,0023
DE 20 À 49 SALARIÉS								
Écart $R_t - R_{t-1}$ .....	0,0037	0,0158	0,0104	0,0431	0,0031	0,0143	- 0,0018	0,0525
Effet taux d'intérêt .....	- 0,0005	<b>0,0097</b>	0,0022	<b>0,0404</b>	- 0,0023	<b>0,0084</b>	- 0,0092	<b>0,0396</b>
Effet endettement .....	0,0006	- 0,0009	<b>- 0,0114</b>	- 0,0118	0,0011	- 0,0008	<b>- 0,0106</b>	- 0,0091
Effet rentabilité .....	0,0036	0,0068	<b>0,0206</b>	0,0149	0,0044	0,0064	<b>0,0197</b>	<b>0,0205</b>
Effets du 2 <sup>e</sup> et 3 <sup>e</sup> ordre .....	- 0,0000	0,0002	- 0,0010	- 0,0008	- 0,0000	0,0003	- 0,0017	0,0015
DE 50 À 499 SALARIÉS								
Écart $R_t - R_{t-1}$ .....	0,0040	0,0188	0,0097	0,0200	0,0029	0,0131	0,0137	0,0126
Effet taux d'intérêt .....	0,0027	<b>0,0153</b>	- 0,0015	0,0040	- 0,0024	0,0078	0,0055	- 0,0014
Effet endettement .....	- 0,0018	- 0,0045	<b>- 0,0088</b>	- 0,0069	0,0009	- 0,0029	- 0,0055	- 0,0038
Effet rentabilité .....	0,0031	0,0079	<b>0,0211</b>	<b>0,0233</b>	0,0045	0,0081	<b>0,0140</b>	<b>0,0186</b>
Effets du 2 <sup>e</sup> et 3 <sup>e</sup> ordre .....	- 0,0000	0,0000	- 0,0010	- 0,0005	- 0,0001	0,0001	- 0,0003	- 0,0007
PLUS DE 500 SALARIÉS								
Écart $R_t - R_{t-1}$ .....	- 0,0123	0,0250	0,0126	- 0,0113	- 0,0457	0,0007	0,0064	- 0,0517
Effet taux d'intérêt .....	- 0,0037	0,0074	0,0098	<b>- 0,0103</b>	<b>- 0,0450</b>	0,0029	0,0084	<b>- 0,0574</b>
Effet endettement .....	- 0,0044	- 0,0037	<b>- 0,0154</b>	<b>- 0,0110</b>	- 0,0003	0,0002	0,0022	0,0039
Effet rentabilité .....	- 0,0047	<b>0,0210</b>	<b>0,0202</b>	<b>0,0107</b>	0,0015	- 0,0030	- 0,0056	- 0,0026
Effets du 2 <sup>e</sup> et 3 <sup>e</sup> ordre .....	0,0004	0,0002	- 0,0025	- 0,0005	- 0,0019	0,0006	0,0014	0,0044

Nota bene : Les chiffres de ces tableaux ne sont pas des pourcentages, ils sont calculés selon la méthode explicitée dans l'encadré. Les effets les plus forts sont en caractères gras.

- (a) Un écart positif correspond à un alourdissement du poids des frais financiers dans le résultat.  
 Un effet taux d'intérêt positif correspond à une hausse des taux d'intérêts apparents.  
 Un effet endettement positif correspond à une augmentation de la part de l'endettement dans le capital engagé.  
 Un effet rentabilité positif correspond à une détérioration de la rentabilité, celle-ci intervenant par son inverse dans la décomposition du ratio de solvabilité à court terme.

Source et réalisation : Banque de France

OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68 et 42 92 39 65

Mise à jour le 17 décembre 1993

L'étude de l'impact des charges financières des entreprises sur leur résultat à partir des données de la Centrale de bilans de la Banque de France confirme que 1989 a été une année charnière. Le retournement de tendance a été fort et général en 1990, sous le double effet de la montée des taux d'intérêt et de la baisse de la rentabilité. En 1991, l'alourdissement du ratio de solvabilité à court terme se poursuit de façon plus modérée, le désendettement des sociétés compensant partiellement le net repli de la rentabilité.

En 1992, chez les PME, l'effet conjugué du maintien de taux d'intérêt apparents élevés, parfois même en hausse, et de la poursuite de la baisse de la rentabilité accentue la dégradation de la solvabilité à court terme. Au contraire, chez les grandes entreprises, la poursuite du désendettement a été accompagnée par un repli du taux d'intérêt apparent pour les plus grandes d'entre elles, permettant globalement une amélioration de la solvabilité à court terme.

L'analyse de l'effet-taille et de la prise en compte des produits financiers a permis de dégager quelques enseignements.

Selon la taille, les entreprises ne présentent pas le même profil. Ainsi, le taux d'intérêt apparent est d'autant plus élevé que l'entreprise est petite. Toutefois, en 1992, l'écart de taux entre les tailles s'est un peu resserré pour le ratio exprimé en brut, mais a divergé sur le ratio exprimé en net.

Les grandes entreprises (plus de 500 salariés) se distinguent nettement par des coûts et taux d'endettement, mais aussi une rentabilité brute globale, plus faibles que ceux des autres firmes ; par contre, d'autres études ont montré que leur rentabilité financière<sup>1</sup> est souvent plus élevée car elles bénéficient généralement d'un effet de levier favorable. Leurs produits et placements financiers sont plus importants.

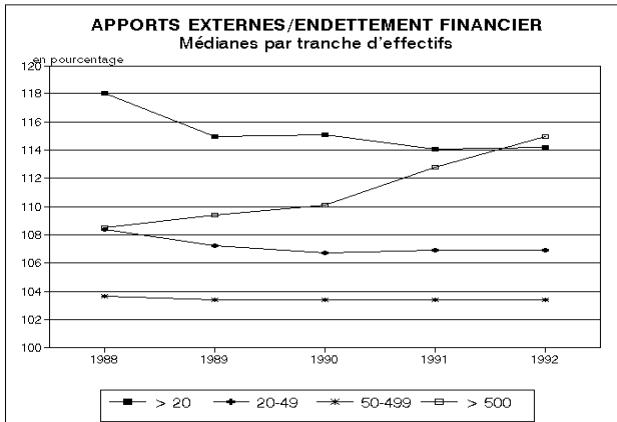
Les TPE (moins de 20 salariés), « petites » PME (de 20 à 49 salariés) et « grandes » PME (de 50 à 499 salariés) ont des ratios FF/EBG voisins. En effet, si les taux d'intérêt diminuent avec la taille, leur influence est compensée selon des modalités diverses par les niveaux des taux d'endettement et de rentabilité : ainsi les TPE sont les moins endettées des trois populations, les « petites » PME sont les plus rentables.

L'effet modérateur induit par la prise en compte des placements et des produits financiers sur les ratios étudiés bénéficie surtout aux grandes sociétés, mais aussi dans une moindre mesure aux PME, et assez fortement aux TPE. Ainsi, l'effet-taille n'est pas le seul déterminant. Jusqu'en 1992, les placements des entreprises se sont développés, accentuant les disparités entre celles qui y ont recours et les autres. En particulier, les placements et les produits financiers ont eu pour effet d'atténuer, voire de neutraliser, l'endettement et les frais financiers.

<sup>1</sup> Rentabilité financière = CAF nette/financement propre

**ANNEXE 1****Apports externes/endettement financier**

Les apports externes comprennent l'endettement financier et les dettes vis-à-vis des groupe et associés.



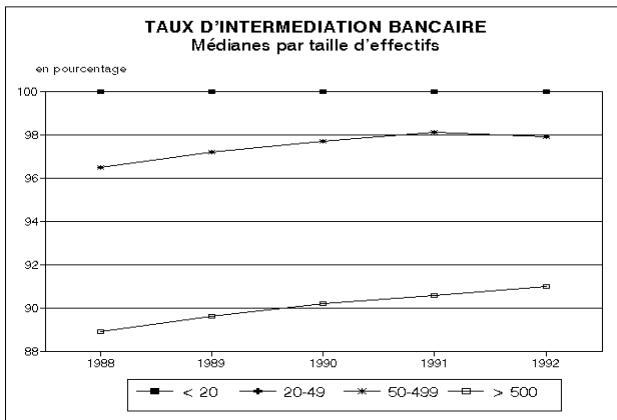
Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 14 décembre 1993

**Taux d'intermédiation bancaire**

Le taux d'intermédiation bancaire est défini dans cette étude comme le rapport entre l'endettement bancaire (emprunts et concours bancaires courants) et l'endettement financier (hormis les dettes vis-à-vis des groupe et associés). Ainsi la différence observée entre 100 % et la courbe mesure l'ampleur du recours à d'autres sources de financement :

- obligations nettes et titres de participation,
- autres emprunts (dont avances conditionnées, fonds de participation et comptes bloqués des salariés, prêts de l'État, des collectivités locales et des organismes internationaux, billets de trésorerie...).



Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 14 décembre 1993



## ANNEXE 2

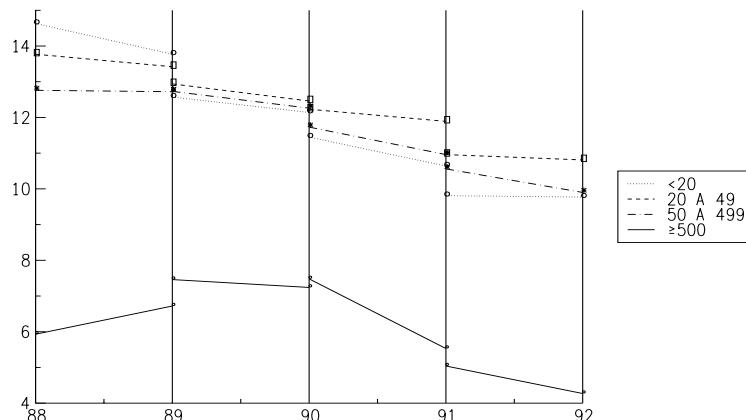
## Évolution de 1988 à 1992 de la structure des bilans des entreprises de l'industrie selon la taille

Ces courbes donnent les niveaux des ratios moyens sur échantillons glissants. Il y a donc deux points par année  $t$  (1989, 1990, 1991) : un point concerne l'échantillon constant sur les années  $t-1$ , l'autre concerne l'échantillon constant sur les années  $t$  et  $t+1$ .

Les écarts, parfois importants, entre ces deux points tiennent à la sensibilité du ratio moyen aux fluctuations d'échantillonnage.

**Graphique 1**

### CONCOURS BANCAIRES COURANTS/CAPITAL ENGAGÉ

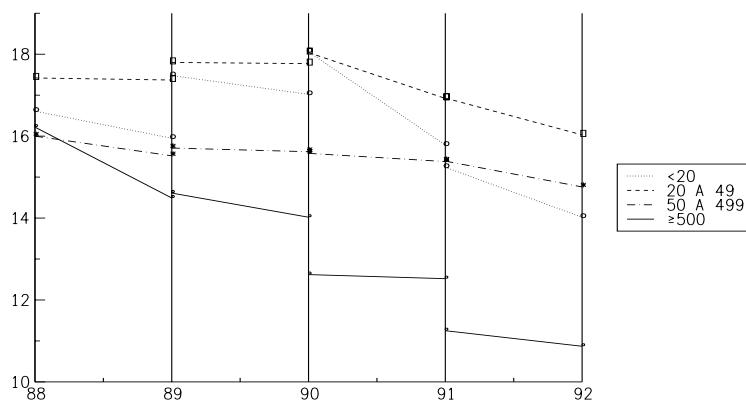


Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 15 janvier 1994

**Graphique 2**

### EMPRUNTS ET OBLIGATIONS/CAPITAL ENGAGÉ



Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 15 janvier 1994

# DÉLAIS DE PAIEMENT ET DÉTECTION PRÉCOCE DES DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES

Cette étude examine la sensibilité des délais de règlement au processus de défaillance d'entreprise. Plusieurs ratios sont examinés dans le souci de tenir compte des particularités sectorielles.

En fin de compte, les allongements des délais crédit fournisseurs et délais découvert clients apparaissent bien comme des signes du risque de défaillance d'entreprise. Toutefois, ces signes sont moins révélateurs que des indicateurs de structure du bilan et de solvabilité à court terme.

---

MIREILLE BARDOS  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des Entreprises*

■ Les travaux sur la défaillance d'entreprise fournissent l'occasion d'examiner de nombreux ratios afin de sélectionner ceux qui permettent d'améliorer la perception du risque. Parmi ces ratios ceux qui sont liés au cycle d'exploitation ont été l'objet d'un travail particulièrement attentif. On a pris en compte des notions tenues pour sensibles par les experts dans les études de cas et examiné statis-tiquement leur pouvoir discriminant, notamment en analysant le rôle de l'appartenance sectorielle. L'étude présentée traite des délais de règlement et de ratios apparentés qui sont apparus comme particulièrement significatifs du risque.

■ La sélection des ratios les plus pertinents a été faite en comparant leurs distributions statistiques pour un même exercice comptable, d'une part pour les firmes défaillantes dans les trois années qui précèdent la défaillance, d'autre part pour les firmes non défaillantes. Le tableau 2 est un exemple des caracté-

ristiques qu'on peut ainsi mettre en évidence.

■ L'analyse multicritère de la défaillance d'entreprise a été menée grâce à l'analyse discriminante linéaire de Fisher. Cette méthode robuste présente aussi le grand avantage de permettre l'examen comparatif du pouvoir discriminant des différents ratios dans la fonction score grâce à un indicateur puissant, la contribution du ratio au score : ainsi les délais de paiement pris en compte dans la formule ont été comparés aux autres indicateurs retenus. Les ratios qui composent la fonction score signalent des symptômes de risque, mais ne peuvent en aucun cas être considérés comme révélateurs des causes de défaillance. Une recherche sur la causalité nécessite des investigations d'une nature plus qualitative sur le processus de défaillance, ce qui n'est pas le propos de cet article.

Dès les premiers travaux de la Centrale de bilans de la Banque de France sur la défaillance des entreprises de l'industrie, les ratios de délai de paiement sont apparus comme discriminants au sens où, chez les firmes défaillantes<sup>1</sup>, ils sont généralement plus élevés que chez les firmes non défaillantes<sup>2</sup>.

Dans la fonction score Z<sup>3</sup> qui mesure le risque de défaillance des PME de l'industrie, les ratios délai de règlement font partie de la formule de calcul.

Dans les travaux récents, entrepris dans la perspective de renouveler l'outil de détection précoce des difficultés d'entreprise, toutes ces notions ont été réexaminées afin d'approfondir l'analyse. Une fonction discriminante provisoire ZNEW<sup>4</sup> intègre deux ratios de délai de paiement et permet d'analyser leur pouvoir discriminant.

Cet article, après avoir décrit rapidement dans sa première partie la méthode d'analyse financière et de statistique utilisée, présente ensuite les principaux résultats obtenus.

## 1. La méthode

### 1.1. Les ratios

Dans le choix des ratios les plus performants pour prévoir la défaillance d'entreprise, ou a tenté de réduire de façon systématique l'influence du secteur. Ainsi, pour les sociétés de l'industrie dans leur ensemble, il est apparu nécessaire de définir des notions de délais neutralisant, autant que faire se peut, l'influence de la longueur du cycle d'exploitation ; c'est pourquoi à la notion de délai crédit clients a été préférée la notion de délai découvert clients qui en plus des créances clients tient compte des stocks de produits et travaux en cours généralement financés, au moins en partie, par les avances et acomptes reçus de la clientèle.

$$\text{Délai découvert clients} = 360 \times \text{découvert clients}/\text{production globale TTC}^5$$

où découvert clients = stocks de produits et travaux en cours – avances et acomptes reçus + créances clients et effets escomptés non échus

Plusieurs ratios de délai crédit fournisseurs ont été examinés. On a retenu le plus discriminant<sup>6</sup> :

$$\text{Délai crédit fournisseurs} = 360 \times (\text{crédit fournisseurs} - \text{avances et acomptes versés}) / D$$

où D = achats + sous-traitance + TVA déductible + volume d'affaires commission en principal

Ce dénominateur n'est pas classique puisqu'il n'intègre pas les autres achats et charges externes. Le niveau de ce ratio est donc plus élevé que le ratio usuel de délai fournisseurs.

<sup>1</sup> Entreprises défaillantes : entreprises en état de cessation de paiement ou faisant l'objet d'une procédure judiciaire pour la première fois

<sup>2</sup> Entreprises non défaillantes : entreprises n'ayant eu aucune cessation de paiement ou procédure judiciaire au cours de la période étudiée

<sup>3</sup> La fonction score Z est une combinaison linéaire de ratio caractérisant le risque de défaillance : plus le score est négatif, plus la situation est défavorable (cf. la brochure « méthode des scores de la Centrale de bilans » publiée par la Banque de France, Collection « Entreprises »).

<sup>4</sup> Étude sur la défaillance d'entreprises qui examine indicateurs et processus de défaillance : à paraître dans la Collection « Entreprises ».

<sup>5</sup> Production globale TTC = chiffre d'affaires + production stockée + production immobilisée + subvention d'exploitation + ventes de marchandises + TVA collectée + opérations en commissions (part en principal)

<sup>6</sup> C'est d'ailleurs cette définition du ratio délai crédit fournisseur qui figure dans le score Z.

Le délai crédit inter-entreprises apporte également des éléments d'analyse intéressants.

$$\text{Délai crédit inter-entreprises} = 360 \times \text{CIE}/\text{volume d'affaires TTC}$$

où CIE = créances clients + acomptes et avances versées – dettes fournisseurs et comptes rattachés – acomptes et avances reçus,

et volume d'affaires TTC = chiffre d'affaires + TVA collectée + opérations commissions (part en principal).

Une autre façon de réduire l'influence du secteur a consisté à calculer l'écart entre le ratio individuel de l'entreprise et la médiane du secteur d'activité<sup>1</sup> auquel elle appartient. D'autres ratios relatifs à la gestion du cycle d'exploitation ont également été examinés afin d'explorer de nouvelles notions susceptibles d'être significatives de la défaillance. Le plus intéressant est le poids des créances douteuses ou litigieuses :

$$\text{Poids des créances douteuses ou litigieuses} = 100 \times \text{créances douteuses ou litigieuses (57. VA)}/(\text{créances clients (50. BX)} + \text{effets escomptés non échus})$$

### **1.2. Les indicateurs statistiques**

Les statistiques utilisées portant sur ces ratios ont été de deux ordres et systématiquement présentées dans le même tableau.

Il s'agit d'abord des quantiles (premier et neuvième déciles D1-D9, les premier et troisième quartiles Q1-Q3, la médiane Q2) qui décrivent la distribution de ces ratios, puis de la moyenne et de l'écart-type, indicateurs synthétiques de valeur centrale et de dispersion. Du fait de la sensibilité de ces derniers aux valeurs extrêmes, on s'intéresse particulièrement aux statistiques robustes que sont les quartiles lors de l'examen des évolutions ou lors de la comparaison des deux populations (défaillantes et non défaillantes)<sup>2</sup>.

### **1.3. Le score ZNEW et les contributions de ses ratios**

Une nouvelle fonction linéaire discriminante révélatrice de la défaillance d'entreprise est en cours d'élaboration pour les sociétés de l'industrie. Les ratios qui y figurent signalent des symptômes et non des causes de difficultés. On dispose actuellement d'un score provisoire, ZNEW<sup>3</sup>, dans lequel figurent explicitement les ratios :

- délai crédit fournisseurs,
- délai découvert clients.

Ces ratios sont en effet apparus comme plus discriminants que les écarts à la médiane sectorielle de ces mêmes ratios ; ils sont aussi beaucoup plus faciles à calculer puisqu'ils ne nécessitent pas de disposer des médianes sectorielles.

Le poids des créances douteuses dans les créances clients est également un ratio intéressant pour détecter les difficultés ; on fournira donc aussi des résultats le concernant.

L'impact d'un ratio  $r_i$  constitutif du score ZNEW sur l'indicateur de risque qu'est le score peut être mesuré grâce à la contribution de ce ratio au score<sup>1</sup>. Il permet de hiérarchiser le pouvoir

<sup>1</sup> On a retenu le niveau 100 de la nomenclature NAP de l'INSEE. Le niveau 600 aurait certes été intéressant, mais la médiane n'y est pas représentative dans tous les secteurs.

<sup>2</sup> Les tests non paramétriques permettent d'établir les intervalles de confiance des quantiles.

<sup>3</sup> Ce score ZNEW est plus performant que le score Z.

<sup>1</sup> Le score d'une entreprise, dont les valeurs des ratios sont  $r_1, r_2, \dots, r_8$  se calcule grâce aux coefficients  $\alpha_i$  et aux paramètres  $p_i$ , appelés valeurs pivots :

$$\text{ZNEW} = \alpha_1 (R_1 - P_1) + \dots + \alpha_8 (R_8 - P_8)$$

Cette présentation de la fonction score met en évidence la contribution du ratio  $r_i$  à ZNEW qui est  $\alpha_i (R_i - P_i)$

discriminant des ratios dans la fonction ZNEW, donc leur capacité relative à prévoir la défaillance d'entreprise.

## 2. Les résultats

### 2.1. L'évolution des délais de paiement de 1985 à 1991

L'examen du tableau 1 qui porte sur plus de 10 000 entreprises montre une baisse de 1988 à 1991 des délais de paiement (*délai découvert clients* et *délai fournisseurs*). Ces mouvements sont significatifs sur les 3 quartiles. On retrouve ainsi le constat fait par Elisabeth Kremp et Dominique Boissonade depuis 1988 (cf. étude réalisée pour l'Observatoire des délais de paiement).

Par contre, ces mouvements ne se retrouvent pas sur les écarts à la médiane sectorielle de ces mêmes ratios : si en général les médianes sectorielles ont suivi le mouvement de baisse globale depuis 1988, par contre la dispersion des délais de paiement entre les entreprises est toujours aussi importante.

Quant aux créances douteuses rapportées aux créances clients, elles sont restées stables sur la période.

Tableau 1

RATIOS DE DÉLAI DE PAIEMENT DES FIRMES NON DÉFAILLANTES							
RATIOS	Moyenne	Écart-type	D1	Q1	Q2	Q3	D9
<b>1988</b>							
Créances douteuses/créances clients.....	5,0	7,0	0,0	0,4	2,7	6,7	12,7
Délai découvert clients .....	86,0	38,7	38,3	60,2	84,6	108,1	130,9
Écart délai découvert clients.....	1,7	35,7	-38,6	-19,8	-0,4	19,4	41,5
Délai fournisseurs.....	109,8	57,1	45,5	74,1	104,6	134,9	171,3
Écart délai fournisseurs .....	6,7	52,0	-44,5	-22,6	-1,1	25,5	59,5
<b>1991</b>							
Créances douteuses/créances clients.....	5,2	7,4	0,0	0,3	2,8	7,0	13,5
Délai découvert clients .....	83,0	37,5	38,4	58,3	81,2	103,6	126,8
Écart délai découvert clients.....	2,3	35,2	-36,7	-19,1	-0,2	19,5	41,3
Délai fournisseurs.....	105,3	55,3	46,0	71,9	98,9	127,6	162,7
Écart délai fournisseurs .....	7,0	51,6	-42,5	-22,5	-0,8	24,4	59,5

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 17 janvier 1994

### 2.2. Les entreprises défaillantes ont des délais plus longs que les non défaillantes

L'analyse comparative sur l'exercice 1989 d'entreprises qui seront défaillantes en 1990, 1991 ou 1992, avec des firmes qui poursuivront leur activité au cours de ces mêmes années, permet de mettre en évidence des différences significatives sur les ratios des délais de paiement. L'échéance de la défaillance joue également un rôle : plus la défaillance est proche, plus les délais s'allongent.

L'opposition entre défaillantes et non défaillantes est donc forte pour les ratios :

- *délai découvert clients*, dont les quartiles sont de 3,5 jours à 15 jours plus longs chez les défaillantes,
- *délai fournisseurs*, dont les quartiles sont de 6 jours à 10 jours plus longs chez les défaillantes.

En particulier, plus les délais sont longs, plus l'écart entre défaillantes et non défaillantes est important. L'allongement des délais de paiement en fonction du rapprochement de l'échéance de

la défaillance est sensible sur la moyenne, celle-ci traduisant la plus grande fréquence de délais très élevés au fur et à mesure du déroulement du processus.

Sur les ratios d'écart à la médiane sectorielle du délai découvert clients, et du délai fournisseurs, mais aussi sur le poids des créances douteuses ou litigieuses dans les créances clients, l'opposition est moins systématique puisque les premiers quartiles diffèrent peu tandis que des écarts plus significatifs apparaissent pour la médiane et le troisième quartile.

On remarquera par contre que le délai crédit inter-entreprises (CIE) n'est pas discriminant. Ainsi, l'équilibre entre dettes et créances d'exploitation serait dans beaucoup de cas maintenu et n'interviendrait pas dans la modification des besoins en fonds de roulement.

Au cours du processus de défaillance, c'est donc en premier lieu l'allongement des délais de paiement qui est signe de risque, le crédit inter-entreprises restant généralement stable. Un scénario possible est le suivant : le délai découvert clients s'allongeant, l'entreprise se trouve dans la nécessité de l'équilibrer et c'est en allongeant les délais de paiement à ses fournisseurs qu'elle y parvient.

Toutefois, la corrélation entre allongement des délais découvert clients et allongement des délais fournisseurs est limitée. Les travaux spécifiques en cours sur la défaillance d'entreprise<sup>1</sup> montrent l'existence de sous-groupes au comportement particulier. Ainsi, par exemple, pour une classe assez nombreuse de firmes, la croissance de la valeur ajoutée s'accompagne d'un alourdissement des stocks, d'un allongement des délais fournisseurs et du crédit inter-entreprises, le financement étant alors assuré par un accroissement de l'endettement.

Tous ces résultats se confirment sur les comptes 1990 et 1991.

### ***2.3. Comparativement à d'autres ratios, l'importance des délais de paiement pour signaler le risque est modérée***

Tous les indicateurs de risque de défaillance ont été examinés grâce aux statistiques des 8 ratios composant le score ZNEW sur les non défaillantes et les défaillantes. Cet examen confirme les écarts entre les deux populations et la plus grande dispersion des défaillantes (ce qui est un constat habituel). Enfin, on remarquera que les valeurs extrêmes des ratios sont souvent atteintes aussi bien par les défaillantes que les non défaillantes, confirmant ainsi la difficulté à classer certaines entreprises, tant il est vrai que les défaillantes ne sont pas si atypiques qu'on le dit parfois. En effet, le plus souvent, c'est par un processus relativement continu qu'une entreprise passe de l'état de bonne santé à l'état de difficulté, puis à l'état de défaillance.

<sup>1</sup> Étude à paraître

Tableau 2

**RATIOS DE DÉLAI DE PAIEMENT**  
**Opposition sur l'exercice comptable 1989 entre défaillantes et non défaillantes**

RATIOS	Moyenne	Écart-type	D1	Q1	Q2	Q3	D9
<b>11 010 FIRMES NON DÉFAILLANTES</b>							
Créances douteuses/créances clients.....	4,8	6,8	0,0	0,3	2,5	6,3	12,3
Délai découvert clients .....	85,1	38,1	38,5	59,6	84,3	106,8	130,2
Écart délai découvert clients.....	1,4	35,3	-38,6	-19,9	-0,5	19,2	40,7
Délai CIE .....	30,7	35,2	-9,9	10,2	31,0	52,2	72,0
Écart délai CIE .....	-1,1	34,1	-40,4	-18,9	0,2	19,1	37,2
Délai fournisseurs.....	107,9	56,1	45,6	73,0	102,4	132,2	166,9
Écart délai fournisseurs .....	6,5	51,4	-43,4	-22,9	-1,2	25,0	58,5
<b>408 FIRMES DÉFAILLANTES EN 1992, OBSERVÉES TROIS ANS AVANT LA DÉFAILLANCE</b>							
Créances douteuses/créances clients.....	5,7	7,5	0,0	0,3	3,3	7,7	16,0
Délai découvert clients .....	92,9	41,4	45,1	63,2	90,1	116,1	143,7
Écart délai découvert clients.....	7,2	38,3	-38,9	-15,3	3,7	25,3	53,5
Délai CIE .....	31,2	40,3	-13,5	8,9	32,0	54,5	82,8
Écart délai CIE .....	-1,9	40,5	-48,7	-19,4	0,7	21,0	46,0
Délai fournisseurs.....	119,9	62,7	53,5	79,4	109,4	142,1	187,7
Écart délai fournisseurs .....	16,7	57,1	-38,7	-17,3	6,6	33,3	75,5
<b>391 FIRMES DÉFAILLANTES EN 1991, OBSERVÉES DEUX ANS AVANT LA DÉFAILLANCE</b>							
Créances douteuses/créances clients.....	6,0	7,5	0,0	0,5	3,8	9,5	15,4
Délai découvert clients .....	93,3	43,7	38,7	64,5	89,3	121,6	145,6
Écart délai découvert clients.....	9,8	39,8	-36,0	-17,6	7,1	31,1	54,1
Délai CIE .....	29,0	38,0	-13,2	5,4	28,4	52,7	72,6
Écart délai CIE .....	-2,6	37,4	-43,8	-23,8	-1,1	18,4	39,9
Délai fournisseurs.....	118,7	59,4	52,3	84,3	109,1	145,5	190,3
Écart délai fournisseurs .....	18,4	55,1	-34,7	-15,2	9,3	38,8	77,6
<b>177 FIRMES DÉFAILLANTES EN 1990, OBSERVÉES UN AN AVANT LA DÉFAILLANCE</b>							
Créances douteuses/créances clients.....	7,0	9,5	0,0	0,7	4,0	9,1	16,0
Délai découvert clients .....	94,4	44,9	44,3	67,5	88,9	113,6	146,7
Écart délai découvert clients.....	13,6	46,1	-33,3	-12,3	5,8	28,5	65,9
Délai CIE .....	31,7	38,5	-13,3	12,5	32,7	53,2	75,6
Écart délai CIE .....	-0,6	38,3	-40,2	-21,1	1,9	18,4	41,3
Délai fournisseurs.....	123,2	77,5	48,9	84,7	106,9	137,8	197,1
Écart délai fournisseurs .....	26,8	74,8	-34,7	-13,3	10,0	38,8	96,8

Source et réalisation : Banque de France

OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68

Mise à jour le 17 janvier 1994

L'analyse multicritère que fournit une fonction score permet de tenir compte simultanément de plusieurs effets et de renforcer la discrimination constatée isolément sur chacun des ratios. Le score, comme on l'a déjà souligné, est la somme des contributions des ratios et les statistiques de ZNEW ainsi que des contributions des ratios sur l'un et l'autre groupe d'entreprises permettent de comparer la capacité des différents ratios à annoncer le risque de défaillance<sup>1</sup>. Classés dans l'ordre décroissant, les pouvoirs discriminants des ratios dans la fonction permettent d'en hiérarchiser l'efficacité (cf. tableau 3)

Ainsi, comparativement aux critères de structure de bilan et de solvabilité, les ratios de délais de paiement sont moins discriminants. Globalement, ils interviennent à un niveau comparable à l'effet de levier et au taux de marge. Toutefois, dans certains cas individuels, les ratios de délais peuvent signaler de façon tout à fait décisive des difficultés sérieuses.

Tableau 3

<b>POUVOIR DISCRIMINANT DES RATIOS DANS LA FONCTION ZNEW (a)</b>		<i>(en pourcentage)</i>
Variation des capitaux propres .....		33,3
Taux d'endettement .....		26,7
.....		
Frais financiers/EBE (b).....		20,1
Effet de levier .....		5,2
Délai découvert clients .....		4,8
EBE (b)/Valeur ajoutée .....		4,5
Délai fournisseurs.....		3,7
Créances douteuses/créances clients.....		1,7
(a) Le pouvoir discriminant d'un ratio dans la fonction score est ici défini comme l'écart des contributions moyennes de ce ratio entre défaillantes et non défaillantes rapporté à l'écart entre les scores moyens de ces deux catégories.		
(b) Éxcédent brut d'exploitation		
Source et réalisation : Banque de France		Mise à jour le 17 janvier 1994
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 29 68		

### 3. Conclusion

La baisse des délais de paiement depuis 1988 a été progressive et modérée. Cette évolution n'a pas empêché les firmes en difficulté de subir, au cours de leur processus de défaillance, une augmentation de leurs délais de paiement. Les différences significatives entre firmes défaillantes et non défaillantes dans les niveaux de ces ratios sont confirmées par le fait que les procédures statistiques de discrimination ont sélectionné le délai découvert clients et le délai fournisseurs parmi les indicateurs de risque dans la fonction ZNEW.

Toutefois, leur rôle n'est pas prédominant, d'autres variables liées à la structure de bilan, à la solvabilité à court terme, sont plus pertinentes en général.

<sup>1</sup> Les ratios d'écart à la médiane sectorielle des délais de paiement ont fait partie des ratios mis en jeu pour exercer la discrimination linéaire multicritère qui a conduit à la fonction ZNEW. À ce stade du travail statistique, il faut constater que ces ratios n'ont pas été sélectionnés par la procédure.

# LES INVESTISSEMENTS INDUSTRIELS SUISSES EN FRANCE

Les investissements suisses représentent, depuis quelques années, une part croissante des investissements étrangers en France.

La constitution du Marché unique a encore accru l'attrait du territoire français pour les entreprises suisses, désireuses de profiter de cet espace sans frontières.

Cependant, l'industrie suisse, si elle s'internationalise, reste fidèle à ses caractéristiques traditionnelles : l'étude des 333 implantations helvétiques recensées sur le territoire français révèle que le comportement de l'investisseur suisse, comparé à celui des autres investisseurs étrangers, demeure largement atypique.

---

JEROME LÉVY  
*Secrétaire de Région*  
**BANQUE DE FRANCE – LYON**

■ L'économie mondiale connaît depuis quelques années, sous l'effet du progrès technique et de la libéralisation des échanges, un mouvement d'intégration croissante.

Environ 10 % de la production mondiale — 15 % pour l'industrie manufacturière — est désormais le fait de sociétés n'appartenant pas aux pays où elles sont établies.

■ Cette nouvelle situation impose à tous les pays — dont la France — un défi : celui d'attirer les investissements étrangers, et les emplois associés, en valorisant le territoire national.

Parallèlement, chaque pays se trouve confronté à un mouvement d'internationalisation de ses entreprises.

■ C'est le cas, en particulier, de la Suisse ; l'instauration d'un Marché unique européen constitue en effet, pour

les entreprises suisses, une forte incitation à la délocalisation. L'objet de la présente étude est de prendre la mesure objective de ce phénomène.

■ Ce dernier peut être abordé de deux façons :

- les données collectées par la Banque de France — direction de la Balance des paiements — permettent d'évaluer l'importance des mouvements financiers générés par les investissements transnationaux, et d'isoler parmi eux ceux qui proviennent de la Suisse (partie 1) ;

- un recensement des implantations industrielles suisses en France, mené par la Datar, fournit des informations sur les caractéristiques de l'investissement suisse, notamment au regard des autres investissements d'origine étrangère (partie 2).

## 1. L'importance relative des investissements suisses en France

### 1.1. Analyse des encours

La Banque de France effectue chaque année un recensement des investissements directs détenus en France par les non-résidents.

Le stock d'investissements est mesuré par la valeur comptable de la part du capital et des réserves — hors provisions — détenue par des agents non résidents dans des sociétés françaises, augmentée des prêts et avances des maisons-mères à leurs filiales.

Conformément au critère de classement appliqué par le plan comptable, toute participation égale ou supérieure à 10 % (et non 20 % comme pour les flux d'investissements) est considérée comme un investissement direct.

L'annexe retrace l'évolution récente dans le sens d'une plus grande liberté, de la réglementation applicable à ces aspirations.

#### 1.1.1. Encours globaux

Le dernier recensement disponible concerne les comptes arrêtés au 31 décembre 1991. L'encours des investissements directs étrangers en France s'élève à cette date à 504,3 milliards de francs.

	(en milliards de francs)
	au 31 décembre 1991
<b>CAPITAUX PROPRES</b>	
(y compris bénéfices réinvestis de l'exercice) (a) .....	458,0
dont – secteur industriel et commercial .....	338,6
– secteur financier .....	54,9
– secteur des assurances .....	16,5
<b>EMPRUNTS À LONG TERME DE FILIALES FRANÇAISES AUPRÈS DE MAISONS-MÈRES ÉTRANGÈRES .....</b>	<b>46,3</b>
dont – secteur industriel et commercial .....	35,7
– secteur financier .....	7,2
– secteur des assurances .....	3,4
<b>TOTAL.....</b>	<b>504,3</b>

(a) Les bénéfices réinvestis comptabilisés ici, permettent à l'investisseur direct de renforcer sa position sans avoir à exporter, au sens strict, de capitaux.

Source : Banque de France – Balance des paiements

#### 1.1.2. Origine géographique

Les pays de l'OCDE représentent la quasi-totalité des investissements étrangers en France (96 % du total). Parmi ces pays, ceux qui appartiennent à l'Union européenne occupent une place prépondérante (56,2 % du total).

## LES INVESTISSEMENTS INDUSTRIELS SUISSES EN FRANCE

	Encours total		Encours total		Taux de progression 1991/1990 en pourcentage	
	au 31 décembre 1990		au 31 décembre 1991			
	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage		
<b>OCDE</b> .....	<b>422,9</b>	<b>95,3</b>	<b>484,0</b>	<b>96,0</b>	<b>14,4</b>	
CEE.....	258,0	58,1	283,5	56,2	9,9	
Pays-Bas .....	83,3	18,8	102,8	20,4	23,4	
Royaume-Uni .....	69,4	15,6	61,0	12,1	-12,1	
Allemagne.....	41,3	9,3	52,2	10,4	26,4	
Italie .....	26,8	6,0	28,6	5,7	6,7	
Espagne.....	4,0	0,9	4,4	0,9	10,0	
Danemark .....	2,2	0,5	2,2	4,4	-	
UEBL.....	29,5	6,6	30,6	6,1	4,0	
Autres pays de la CEE.....	1,6	0,4	1,1	0,2	-0,9	
Amérique du Nord .....	94,1	21,2	101,4	20,1	7,8	
États-Unis .....	90,6	20,4	96,0	19,2	6,0	
Canada .....	3,5	0,8	4,8	0,9	37,2	
Autres pays de l'OCDE .....	70,8	16,0	99,1	19,7	40,0	
Suisse .....	36,1	8,2	50,4	10,0	39,6	
Japon.....	13,6	3,1	16,1	3,2	18,4	
Suède .....	9,3	2,1	23,5	4,7	252,7	
Finlande .....	3,2	0,7	4,4	0,9	37,5	
Autres .....	8,6	1,9	4,7	0,9	-45,3	
<b>RESTE DU MONDE</b> .....	<b>20,8</b>	<b>4,7</b>	<b>20,6</b>	<b>4,0</b>	<b>-1,4</b>	
<b>TOTAL</b> .....	<b>443,7</b>	<b>100,0</b>	<b>504,3</b>	<b>100,0</b>	<b>13,7</b>	

Source : Balance des paiements

Bien qu'elle n'en soit pas membre, la Suisse, avec un encours de 50,4 milliards de francs (10 % du total), arrive au quatrième rang des pays européens, derrière les Pays-Bas (20,4 %), le Royaume-Uni (12,1 %) et l'Allemagne (10,4 %), mais devant l'UEBL (6,1 %) et l'Italie (5,7 %).

En outre, de tous les pays investissant en France, la Suisse est, derrière la Suède, celui dont l'encours a progressé le plus rapidement d'une année sur l'autre : près de 40 % d'augmentation, contre moins de 10 %, en moyenne, pour les pays de l'Union européenne.

### 1.2. Analyse des flux

#### 1.2.1. Les investissements étrangers en France

<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS DES NON-RÉSIDENTS DANS LE SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE</b>			
	(en millions de francs)		
	1990	1991	1992
APPORTS EN CAPITAL (hors immobilier) .....			
(dont Suisse) .....	27 186	42 345	63 082
- Nouveaux investissements.....	936	343	2 778
- Liquidations d'investissements .....	40 484	55 155	70 058
- 13 298	- 13 298	- 12 810	- 6 976
PRÊTS (entre maisons-mères et filiales) .....	11 196	7 118	8 942
(dont Suisse) .....	- 89	803	493
- Nouveaux prêts.....	18 980	14 421	19 066
- Remboursements .....	- 7 784	- 7 303	- 10 124
<b>TOTAL</b> .....	<b>38 382</b>	<b>49 463</b>	<b>72 024</b>
(dont Suisse) .....	847	1 146	3 271
- Nouvelles opérations .....	59 464	69 576	89 124
- Liquidations et remboursements.....	- 21 082	- 20 113	- 17 100

Source : Balance des paiements

Le montant net des investissements étrangers dans les entreprises résidentes du secteur privé s'était fortement accru en 1991, passant de 38,4 milliards de francs à 49,5 milliards (+ 28,9 %).

La progression enregistrée en 1992 a été encore plus spectaculaire (+ 49,5 %, pour un montant total de 72 milliards de francs), portant ces opérations à un niveau voisin des investissements du secteur privé français à l'étranger (92,9 milliards en 1992, au lieu de 127,3 milliards en 1990).

La France est alors devenue la première terre d'accueil des investissements internationaux. Les entreprises suisses ne sont pas, loin s'en faut, restées à l'écart de ce mouvement, leurs investissements nets passant de 0,8 milliard de francs en 1990 à 1,1 milliard en 1991, puis 3,3 milliards en 1992.

La Suisse se place ainsi au cinquième rang des pays européens investissant en France (derrière l'Italie, l'UEBL, les Pays-Bas et l'Allemagne, mais devant le Royaume-Uni et l'Espagne) et au deuxième rang des pays non membres de l'Union européenne (derrière les États-Unis, mais devant le Japon).

### ORIGINE GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS DES NON-RÉSIDENTS DANS LE SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE FRANÇAIS (hors immobilier) – 1992

*(en millions de francs)*

	Apports en capital	Prêts entre maisons-mères et filiales	Total	En pourcentage du total
1 - OCDE.....	62 666	8 226	70 892	98,43
CEE.....	43 452	4 564	48 016	66,67
Allemagne.....	5 880	- 463	5 417	7,52
UEBL.....	10 803	2 741	13 544	18,80
Pays-Bas .....	9 311	1 476	10 787	14,98
Italie .....	14 052	163	14 215	19,74
Royaume-Uni.....	2 156	731	2 887	4,01
Espagne.....	706	- 125	581	0,81
Portugal.....	3	0	3	0,00
Danemark .....	407	- 27	380	0,53
Grèce.....	1	0	1	0,00
Irlande .....	125	61	186	0,26
Autres.....	8	7	15	0,02
AELE.....	4 918	456	5 374	7,46
Suisse .....	2 778	493	3 271	4,54
Finlande .....	961	29	990	1,37
Norvège .....	858	35	893	1,24
Suède .....	218	- 16	202	0,28
Autres pays de l'OCDE.....	14 296	3 206	17 502	24,30
États-Unis .....	11 792	2 312	14 104	19,58
Canada .....	701	445	1 146	1,59
Japon.....	1 740	445	2 185	3,03
2 - Pays hors OCDE .....	416	716	1 132	1,57
<b>TOTAL.....</b>	<b>63 082</b>	<b>8 942</b>	<b>72 024</b>	<b>100,00</b>

Source : Balance des paiements

#### 1.2.2. Les investissements suisses à l'étranger<sup>1</sup>

La puissance économique et financière qu'est la Suisse, vouée pendant longtemps à n'être qu'un « îlot de prospérité », exporte désormais chez ses partenaires des montants de plus en plus importants de capitaux.

<sup>1</sup> Les données chiffrées de ce paragraphe sont exprimées en francs français au taux de change de 1992.

Les entreprises suisses de l'industrie et des services ont effectué, en 1992, des investissements directs à l'étranger (y compris sous forme de bénéfices réinvestis) pour 30 milliards de francs (Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse – mars 1993).

Depuis le point culminant atteint en 1989 (48 milliards de francs), on enregistre une légère érosion des flux de capitaux, largement imputable au repli de l'activité économique.

Néanmoins, les investissements à l'étranger des entreprises industrielles ont de nouveau progressé en 1992, pour s'établir à 26,9 milliards de francs, contre 17,8 milliards l'année précédente.

Au total, le volume des investissements directs suisses à l'étranger, mesuré en termes de stock, s'élevait à 405,2 milliards de francs à la fin de l'année 1992 — dont 233,7 milliards dans l'industrie —, et l'effectif du personnel des entreprises suisses à l'étranger atteignait 1 079 000 personnes, dont 837 000 dans l'industrie, en augmentation de 31 000 par rapport à 1991.

### 1.2.3. Les flux franco-suisses

Il n'existe pas, dans les statistiques françaises, de balances des paiements par pays comparables à la balance globale France-Extérieur.

Les données disponibles sur les flux bilatéraux d'investissements directs résultent des comptes rendus bancaires de paiements et des comptes rendus statistiques établis par les entreprises qui déclarent directement à la Banque de France leurs opérations avec l'étranger.

Ces chiffres peuvent donc différer des statistiques issues de la Balance des paiements, établies en termes de transactions.

Le solde net des investissements industriels suisses en France, en forte progression en 1991, a légèrement décru en 1992, pour s'établir finalement à 1 685 millions de francs (hors bâtiment et génie civil).

	FLUX D'INVESTISSEMENTS SUISSES EN FRANCE (INDUSTRIE ET BÂTIMENT) Répartition par branches d'activité					
	1991			1992		
	Recettes	Dépenses	Solde	Recettes	Dépenses	Solde
<b>Produits manufacturés .....</b>	<b>3 131</b>	<b>460</b>	<b>2 671</b>	<b>1 910</b>	<b>225</b>	<b>1 685</b>
Métaux ferreux et non ferreux .....	7	44	- 37	9	43	- 34
– extraction .....	-	-	-	-	-	-
– transformation .....	7	44	- 37	9	43	- 34
Minéraux non métalliques .....	92	22	70	10	42	- 32
– extraction .....	43	9	34	2	30	- 28
– transformation .....	49	13	36	8	12	- 4
Produits chimiques.....	389	30	359	548	3	545
Fonderie et travail des métaux .....	3	3	0	9	8	1
Machines agricoles et industrielles....	117	56	61	130	12	118
Machines bureau, matériel précision ..	41	-	41	39	7	32
Matériel électrique et électronique ....	6	235	- 229	28	4	24
Matériel de transport.....	1 989	-	1 989	-	-	-
Alimentation, boissons, tabac .....	24	1	23	971	10	961
Textiles et habillement.....	160	24	136	105	48	57
Papier, presse, imprimerie, édition ....	159	6	153	25	46	- 21
Caoutchouc et matières plastiques....	125	11	114	5	-	5
Autres produits manufacturés .....	19	28	- 9	31	2	29
<b>Bâtiment et génie civil .....</b>	<b>52</b>	<b>-</b>	<b>52</b>	<b>65</b>	<b>2</b>	<b>63</b>
<b>TOTAL.....</b>	<b>3 183</b>	<b>488</b>	<b>2 723</b>	<b>1 975</b>	<b>227</b>	<b>1 748</b>

Source : Balance des paiements - Annexes

Les produits chimiques et alimentaires occupent une place prééminente avec des soldes nets de respectivement 545 millions de francs et 961 millions.

Du côté français, le solde net des investissements industriels réalisés en Suisse connaît ces dernières années une évolution assez peu marquée (561 millions de francs en 1992, après 900 millions en 1991 et 881 millions en 1990).

Les investissements les plus importants sont réalisés dans le secteur de la transformation des métaux et, surtout, dans celui du matériel électrique et électronique.

Au total, on constate que le flux des investissements helvétiques en France (1 685 millions de francs) a en 1992, dépassé le flux des investissements français en Suisse (561 millions), alors que la situation inverse prévalait en 1990 (avec, respectivement, 631 millions et 881 millions).

## 2. Les caractéristiques de l'investissement industriel suisse en France

Le recensement qui a servi de point de départ à cette étude a été réalisé en 1992 par le bureau suisse de la Datar (Invest in France Agency).

Ce dernier a collecté des informations à partir de nombreuses sources (ministère de l'Économie et des Finances, conseils régionaux et généraux, chambres de commerce et d'industrie...) avant d'en obtenir confirmation directement auprès des entreprises concernées.

Ce travail de recensement a porté sur les sociétés industrielles dont 20 % au moins du capital est détenu par un groupe ayant la Suisse pour pays d'origine ; sont donc exclus du champ de cette étude les groupes dont la Suisse n'est que le pays de provenance (ainsi Michelin, qui a une holding en Suisse, est exclu car les capitaux proviennent à l'origine de France. Il en va de même pour les groupes Motorola, Liebherr et Jakobs-Suchard).

Sur cette base, 333 sites ont été répertoriés, dont on peut estimer qu'ils représentent 90 % environ des investissements industriels suisses en France.

Le même travail a été accompli par les autres agences à l'étranger de la Datar, ce qui permet de mettre en évidence les spécificités de l'investissement suisse en France. L'étude de ces dernières peut s'ordonner autour de cinq éléments principaux :

- l'année de réalisation de l'investissement (cf. 2.1.),
- la taille de l'implantation (cf. 2.2.),
- la stratégie déployée par l'investisseur (cf. 2.3.),
- la localisation géographique (cf. 2.4.),
- la répartition sectorielle (cf. 2.5.).

### 2.1. Le nombre d'implantations connaît une accélération depuis le milieu des années 1980

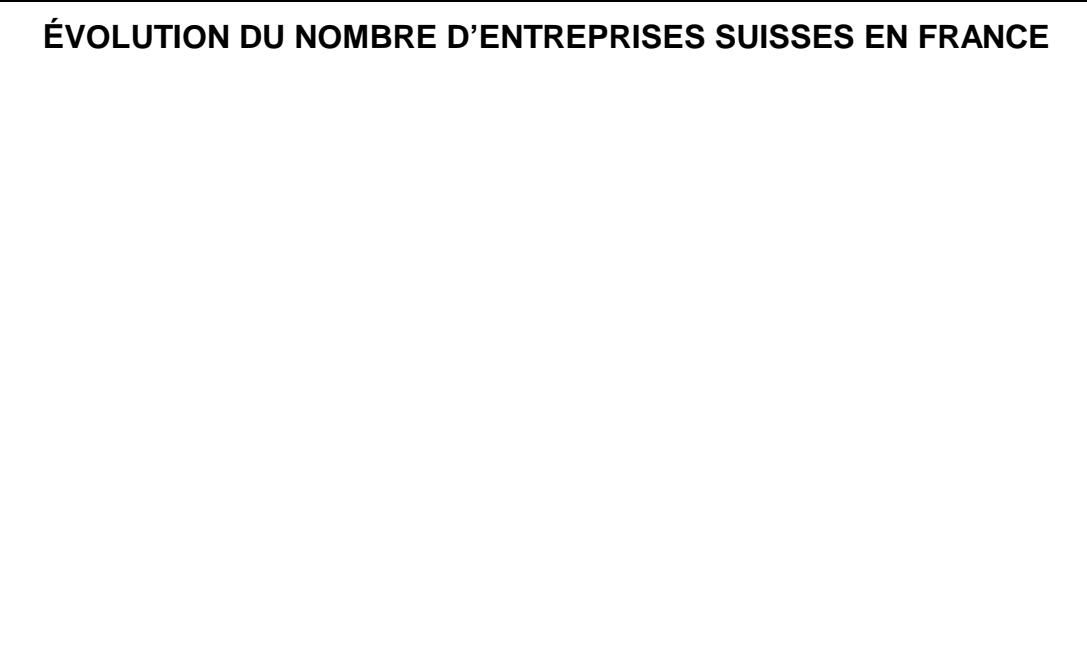
Une partie des implantations — essentiellement celles des grands groupes — a une origine assez ancienne : on en dénombrait déjà 95 à la fin des années soixante.

Les années soixante-dix et le début des années quatre-vingt ont été marquées par une certaine érosion du nombre des implantations : 29 de 1970 à 1974, 23 de 1975 à 1979, enfin 22 de 1980 à 1984.

Pendant la période suivante (1980-1984), le rythme de progression des implantations suisses a doublé, avec 43 nouveaux sites.

Cette accélération, — qui coïncide avec l'annonce, en 1985, de l'instauration du marché unique — s'est, depuis, confirmée : 62 implantations supplémentaires ont, en effet, été dénombrées entre 1990 et 1992.

Graphique 1



Le nombre total d'implantations recensées en 1992 (333) place la Suisse au quatrième rang des investisseurs étrangers, derrière les États-Unis (1 225), l'Allemagne (669) et le Royaume-Uni (452), devant, notamment, l'UEBL (308) et l'Italie (284).

Pour la seule année 1992, 18 nouvelles décisions d'investissement suisse en France ont été enregistrées, pour un total de 241 nouveaux investissements étrangers, lesquelles ont permis la création ou le maintien de 1 452 emplois — pour un total de 14 148.

Au total, 55 660 salariés étaient employés dans les 333 sites industriels suisses en 1992. Ramenée à l'ensemble des filiales étrangères implantées dans l'industrie et recensées par la Datar, la part de la Suisse s'élève à 8,16 % des implantations et 5,56 % des effectifs.

Du rapprochement de ces chiffres, il apparaît donc que les effectifs des filiales suisses sont, en moyenne, moins importants que ceux des autres filiales étrangères.

## 2.2. Des implantations de taille réduite

Ce constat s'impose si l'on compare l'effectif moyen des implantations suisses (167) à celui des américaines (424). Or, ces dernières représentent environ 30 % des filiales étrangères implantées en France.

La Suisse, pour sa part, se situe à proximité de la moyenne européenne (143).

Si l'on s'intéresse à la répartition par taille des implantations helvétiques, on constate que près de 75 % d'entre elles ont moins de 200 salariés et que 39 % — contre, par exemple, 27 % pour les implantations italiennes ou 26 % pour les anglaises — emploient moins de 50 personnes.

Bien qu'il s'agisse souvent d'entreprises innovantes à fort potentiel, leur petite taille peut, au moins temporairement, constituer un frein à la pénétration du marché français et, a fortiori, européen.

## Graphique 2

**ENTREPRISES SUISSES EN FRANCE : RÉPARTITION PAR TAILLE**

Seuls 28 sites de production (8,5 % du total) regroupent plus de 500 salariés : 22 d'entre eux ont entre 500 et 1 000 salariés et 4 en ont plus de 1 000 (dont Nestlé avec deux entreprises : Perrier et SGEMV).

Cette répartition par taille est fortement corrélée avec la structure des entreprises en Suisse même, où se côtoient quelques grandes multinationales, comme par exemple Nestlé — premier groupe agro-alimentaire mondial — et un nombre important de PME-PMI : selon le recensement des entreprises suisses effectué par l'Office fédéral de la statistique en 1991, le secteur secondaire ne compte que 2 % d'entreprises de plus de 100 salariés (et 42 % des actifs occupés), contre 74 % (15 %) pour les entreprises de moins de 10 salariés.

Par ailleurs, le fait que l'investissement suisse en France prenne principalement la forme d'opérations de création d'entreprises (cf. § 3) contribue également à limiter la taille de ces dernières, au moins lorsqu'elles ne sont qu'à leur premier stade de développement.

À l'inverse, la taille relativement plus importante des implantations italiennes et anglaises est liée à des politiques de rachats systématiques sur tout le territoire.

***2.3. Les stratégies d'investissement déployées par les investisseurs suisses se caractérisent par une certaine prudence, ce qui n'exclut pas le volontarisme***

Si l'on met à part le cas des grands groupes poursuivant une stratégie de croissance externe, les industriels suisses qui investissent en France choisissent le plus souvent de créer eux-mêmes des unités de production plutôt que d'en racheter ou de prendre des participations, et ils préfèrent, en général, détenir eux-mêmes une forte majorité du capital social.

Ce comportement, qui différencie les investisseurs suisses de la plupart des autres européens, présente en revanche quelques analogies avec celui des investisseurs japonais.

La préférence donnée (204 fois sur 333) à la création, *ex nihilo*, d'une entité économique est significative d'une volonté d'implantation régionale véritable, bien différente d'une simple recherche de gains de parts de marché.

De même, la tendance consistant (dans 89 % des cas) à détenir la majorité du capital social, voire même une forte majorité de celui-ci, est caractéristique de la volonté d'exercer un réel pouvoir de gestion sur les implantations étrangères.

Au-delà de l'investissement de fonds, apparaît ainsi, chez l'industriel suisse, le souci de conserver la pleine maîtrise de l'activité des sites de production.

Ce souci explique également la préférence donnée aux investissements de proximité.

#### **2.4. Localisation géographique : l'attrait de la proximité**

La proximité avec la maison-mère demeure, aujourd'hui encore, l'un des principaux facteurs déterminant le lieu de l'implantation.

En effet, dans plus de 50 % des cas, le site choisi se trouve dans l'une des trois régions frontalières : Alsace, Rhône-Alpes et Franche-Comté.

Régions	Nombre de sociétés	Pourcentage du total	Emplois	Pourcentage du total
Alsace .....	88	26,43	10 372	18,63
Aquitaine.....	7	2,10	982	1,76
Auvergne.....	6	1,80	3 164	6,68
Basse-Normandie.....	2	0,60	77	0,14
Bourgogne.....	7	2,10	1 792	3,22
Bretagne .....	1	0,30	123	0,22
Centre.....	11	3,30	2 169	3,90
Champagne-Ardenne .....	8	2,40	968	1,74
Franche-Comté .....	34	10,21	2 704	4,86
Haute-Normandie .....	4	1,20	731	1,31
Île-de-France .....	34	10,21	5 658	10,17
Languedoc-Roussillon .....	9	2,70	4 730	8,50
Limousin .....	2	0,60	181	0,33
Lorraine.....	18	5,41	4 666	8,38
Midi-Pyrénées .....	12	3,60	820	1,47
Nord-Pas-de-Calais .....	16	4,80	2 511	4,51
Pays de la Loire .....	6	1,80	1 425	2,56
Picardie .....	7	2,10	1 852	3,33
Poitou-Charentes.....	2	0,60	162	0,29
Provence-Alpes-Côte d'Azur (PACA) .....	11	3,30	1 223	2,20
Rhône-Alpes .....	48	14,41	9 350	16,80
<b>TOTAL.....</b>	<b>333</b>	<b>100,00</b>	<b>55 660</b>	<b>100,00</b>
Source : Datar				

La proximité est ressentie comme un gage de sécurité, considération qui prime même sur la possibilité de bénéficier d'aides ou subventions.

L'attitude des industriels suisses apparaît ainsi atypique au regard des autres investisseurs étrangers qui, dans 67 % des cas, choisissent de s'implanter dans des zones prioritairement aidées par la Datar.

Ce comportement provient notamment de ce que les investisseurs suisses procèdent également plus souvent que les autres par création d'entités économiques nouvelles plutôt que par rachat d'entités existantes.

En effet, on constate que les investisseurs helvétiques procédant par rachats sont plus mobiles et permettent à l'ensemble du territoire de profiter de leurs investissements. En revanche, en cas de créations, il existe une barrière temporelle que les industriels suisses se refusent, dans la

plupart des cas, à franchir : celle des deux heures de trajet entre la société-mère et la société filiale.

Ce constat peut être étendu aux investisseurs belges en France qui, près d'une fois sur trois, choisissent le Nord-Pas-de-Calais plutôt qu'une autre région française pour s'y installer.

En revanche, il n'en va pas de même pour les investisseurs italiens — dont 7 % seulement des implantations sont situées dans la région PACA, contre 14 % en Île-de-France et près de 15 % en Rhône-Alpes — ou néerlandais — dont les implantations les plus nombreuses se trouvent précisément dans la région PACA.

Graphique 3

### ENTREPRISES SUISSES EN FRANCE : RÉPARTITION PAR RÉGION



La recherche de la proximité peut également s'entendre d'un point de vue culturel et linguistique : les entreprises originaires de Suisse romande tendent naturellement à privilégier la région Rhône-Alpes, et celles qui ont leur siège en Suisse alémanique, à s'installer plutôt en Alsace.

La première place qu'occupe l'Alsace dans le classement des régions françaises trouve donc en partie son explication dans le fait que l'industrie occupe une place plus importante en Suisse alémanique qu'en Suisse romande.

Sur l'ensemble des sociétés suisses implantées en France, 71 % sont originaires de Suisse alémanique, 29 % de Suisse romande.

Cette recherche de la proximité géographique a pour corollaire la forte concentration des implantations suisses. Ainsi l'ensemble formé par l'Île-de-France et les trois régions frontalières regroupe 63 % de ces implantations.

Par ailleurs, la concentration régionale des investissements helvétiques s'accompagne d'une concentration intra-régionale, au profit de quelques départements : le Haut-Rhin, qui bénéficie, grâce à sa proximité avec Bâle, de 80 % des sites suisses recensés dans la région Alsace (et de 22 % de ceux recensés dans l'ensemble de la France) et de 83 % des emplois ainsi que le Doubs (73 % des sites et 67 % des emplois) et la Haute-Savoie (35 % des sites et 33 % des emplois).

Tout se passe en fait comme s'il se produisait un phénomène de « filtration » : la proximité étant un facteur sécurisant, le département immédiatement limitrophe attire en priorité les investisseurs, lesquels négligent les départements plus éloignés ; ainsi, par exemple, aucun site n'a été détecté en Savoie.

Au-delà de ces départements « filtrants », seuls les grands secteurs industriels de quelques villes importantes réussissent à attirer les investisseurs suisses.

Les facteurs décisifs d'implantation tiennent alors moins à la proximité qu'à des avantages liés :

- aux infrastructures disponibles (autoroutes et grands axes routiers, voies ferrées et aéroports),
- au tissu industriel existant,
- et à la disponibilité de la main-d'œuvre.

Enfin, pour des secteurs particuliers (carrières et sources d'eau naturelles, par exemple), la stratégie est définie par l'obligation naturelle d'être proche de la matière première.

Pour toutes ces raisons, l'analyse de l'implantation géographique des investissements suisses en France ne peut être dissociée de l'examen de leur répartition sectorielle.

### *2.5. Les industriels suisses investissent en priorité dans leurs propres pôles d'excellence*

Secteur	Nombre de sociétés	Pourcentage du total	Emplois	Pourcentage du total	Chiffre d'affaires réalisé (en millions de francs)	Pourcentage du total
Chimie, pharmacie .....	35	10,51	9 470	17,01	6 716,4	13,78
Agro-alimentaire :						
– produits première transformation .....	15	4,50	7 280	13,08	11 517,2	23,63
– produits élaborés .....	24	7,21	6 600	11,86	8 576,8	17,60
Bâtiment, travaux publics, carrières .....	49	14,71	5 372	9,65	2 802,2	5,75
Machines outils, travaux des métaux .....	50	15,02	6 709	12,05	4 826,1	9,90
Mécanique .....	42	12,61	3 307	5,94	2 432,2	4,99
Industrie du textile, habillement .....	33	9,91	6 147	11,04	3 385,5	6,95
Bois, verre, plastique, imprimerie, produits de consommation courante .....	49	14,71	5 275	9,48	4 303,0	8,83
Électrique, électronique .....	36	10,81	5 500	9,88	4 175,7	8,57
<b>TOTAL.....</b>	<b>333</b>	<b>100,00</b>	<b>55 660</b>	<b>100,00</b>	<b>48 735,1</b>	<b>100,00</b>

Source : Datar

Près de 38 % des implantations et 48 % des effectifs appartiennent à l'un des trois secteurs suivants : agro-alimentaire, mécanique (dont horlogerie) et chimie-pharmacie, soit trois traditionnels points forts de l'industrie suisse ; en effet, si l'on se réfère à une évaluation effectuée en 1985, la construction mécanique et électronique représentait 30 % de la valeur ajoutée industrielle du pays, l'industrie chimique 15 % et l'agro-alimentaire 10 %.

Il en va de même en ce qui concerne les sites de production allemands en France, dont près d'un tiers appartiennent au secteur de la chimie-pharmacie ou de la machine-outil.

La situation apparaît, en revanche, fort différente lorsqu'on examine, par exemple, la répartition sectorielle des investissements belges en France : la plasturgie et les matériaux de construction — pôle d'excellence français — sont, en effet, sur-représentés au regard de la composition de l'industrie belge.

Les investissements suisses en France, pour leur part, tendent à reproduire, d'une certaine façon, la structure de l'industrie suisse.

*La chimie-pharmacie* occupe une place prépondérante, avec 35 sites de production employant 9 470 personnes (plus de 17 % du total). Plusieurs groupes suisses ont choisi de franchir la frontière, notamment pour se soustraire à une réglementation réputée très sévère en matière de protection de l'environnement. Trois d'entre eux détiennent 90 % des sites : Sandoz, Hoffmann-Laroche et Ciba-Geigy, ce dernier en contrôlant 49 % à lui seul ; le premier groupe chimique suisse, qui poursuit une stratégie fondée sur la création de sites de production dans les pôles chimiques français traditionnels (Lyon, Paris), a bénéficié du recentrage de grands groupes (Rhône-Poulenc, Air Liquide, Elf-Aquitaine) sur leurs activités principales. La stratégie d'investissement du groupe Sandoz a évolué dans le temps : à la politique de créations d'implantations nouvelles menée jusqu'en 1974 a succédé, depuis 1986, une politique de rachats, principalement dans la diététique. Aucune stratégie particulière n'est décelable de la part du groupe Hoffmann-Laroche, qui confirme les arguments précités : préférence pour la proximité et implantations dans les pôles chimiques français.

*L'agro-alimentaire* est très bien réparti, sur l'ensemble du territoire, malgré une présence plus marquée dans le Nord de la France et en Alsace.

Cette répartition équilibrée doit beaucoup à la stratégie de rachat de Nestlé, qui contrôle à lui seul 32 sites de production, dont le seul site suisse situé en Bretagne. Perrier (3 200 salariés) constitue la dernière grosse acquisition de ce groupe, le premier au monde dans l'agro-alimentaire. Céréale Wander Nutrition, localisé en Rhône-Alpes, a été racheté par le groupe chimique Sandoz.

*Le Bâtiment – Travaux publics* totalise 49 implantations. Les sites de ce secteur, composé de très petites unités (10 personnes en moyenne), se trouvent également bien disséminés sur l'ensemble du territoire.

*La mécanique générale et de précision : l'industrie horlogère* s'est principalement dirigée vers la Franche-Comté, attirée par la tradition minutieuse de cette région. C'est le cas notamment de SMH, installé en France depuis 1967. Ces implantations, constituées pour l'essentiel de petits ateliers, emploient en moyenne 80 salariés chacune. *L'industrie de l'outillage* est très présente dans la région Rhône-Alpes et le Bassin parisien, jusqu'à Orléans. Le nombre moyen de salariés (120) est assez élevé et correspond aux régions à forte densité de population.

*La machine-outil* : la localisation de cette industrie s'explique par ses importants besoins en main-d'œuvre. Pour l'essentiel, les grands groupes se sont en effet installés dans les bassins industriels classiques de Rhône-Alpes et d'Île-de-France où ils emploient en moyenne 137 salariés par site de production. Le groupe Bucher se distingue par une stratégie de rachat dans les Pays de la Loire.

*L'électronique* : ce secteur se caractérise par de grosses implantations, situées, en général, à proximité de la frontière. Deux groupes, cependant, se singularisent : Cerberus (en région parisienne), attiré par le poids économique du Bassin parisien et la renommée internationale de la capitale, et Landis & Gyr (dans l'Allier), à la recherche d'une situation centrale permettant de desservir l'ensemble du territoire.

Cette étude met en évidence les faits suivants :

– les flux financiers générés par les investissements suisses en France ont pris une ampleur inconnue jusqu'ici : la Suisse tire ainsi parti de son importante épargne intérieure et en fait profiter son voisin ;

– l'industrie suisse s'internationalise : la délocalisation d'unités de production, autrefois limitée aux grands groupes, s'étend aujourd'hui aux PME-PMI.

Pour autant, l'industrie suisse reste fidèle à ses caractéristiques traditionnelles : force est de constater, si l'on prend en considération la répartition par taille ou par secteur des implantations suisses en France, que ces dernières reproduisent assez fidèlement les structures de l'industrie suisse. Le constat effectué lors d'un précédent recensement (*Revue économique franco-suisse n° 3-1987*) reste, aujourd'hui encore, largement valable : « les investissements suisses en France se font dans des secteurs où l'industrie suisse est chez elle la plus forte ; il y a donc plus expansion que diversification ».

Par ailleurs, ces investissements sont fréquemment réalisés à proximité du territoire helvétique et, de ce fait, ne profitent vraiment qu'à quelques départements frontaliers.

Cette situation peut être interprétée comme la conséquence d'une certaine prudence. Elle peut également signifier que les industriels suisses considèrent d'abord leur implantation en France comme le moyen de disposer d'une « passerelle » vers l'Europe communautaire, ce qui ne nécessite pas de s'éloigner beaucoup de la frontière franco-suisse.

À l'appui de cette interprétation, on a constaté que le mouvement d'investissement en France s'est accéléré après l'annonce, faite en 1985, de l'instauration du Marché unique.

De même, le nombre élevé de sociétés-mères recensées au regard du nombre total d'implantations (200 sur 333) indique que beaucoup d'entreprises suisses ont choisi d'investir en France, mais qu'en général elles n'y disposent pas chacune d'un nombre élevé de sites de production.

Le mouvement général apparaît donc encourageant, mais rien n'est encore véritablement acquis : l'évolution de la situation au cours des prochaines années pourra prendre des formes très différentes selon que les industriels suisses qui ont, par une première implantation, pris date de l'instauration du Marché unique, choisiront, soit d'y entrer, soit de prospecter des régions jusqu'ici délaissées mais qui leur permettraient d'accéder à d'importants marchés — notamment ceux du Nord et du Sud de l'Europe.

La poursuite de ce nouvel objectif supposerait que les industriels suisses infléchissent leurs comportements d'investissement, en recourant plus fréquemment aux rachats d'entreprises et en passant des alliances industrielles dans lesquelles les intérêts suisses pourraient n'être que minoritaires.

## Références bibliographiques

« *La balance des paiements de la France en 1992* », rapport annuel de la direction du Trésor du ministère de l'Économie et des Finances et de la direction générale des Services étrangers de la Banque de France.

« *L'encours des investissements directs étrangers en France à fin décembre 1990* », Bulletin trimestriel n° 88 de la Banque de France, décembre 1993.

« *Les investissements directs suisses à l'étranger en 1992* », étude réalisée par M<sup>me</sup> Marrel, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 4/1993.

« *Investir en France – Un espace attractif* », rapport du groupe « localisation des investissements transnationaux », commissariat général du Plan, 1992.

« *L'investissement étranger en France : la carte de l'ouverture* », article de M<sup>me</sup> Marnata, Regards sur l'actualité, juin 1990.

« *Développement des investissements directs étrangers en France* », les Notes bleues n° 580, février 1992, ministère de l'Économie et des Finances.

« *La Suisse à l'épreuve* », Bulletin de conjoncture de Paribas, janvier 1993.

« *L'industrie suisse en France* », Revue économique franco-suisse, 3/1987.

## **Investissement direct et investissement de portefeuille**

*Décret n° 89-938 du 29 décembre 1989 réglementant les relations financières avec l'étranger, modifié par le décret n° 90-58 du 15 janvier 1990.*

### ***Investissements directs***

a) L'achat, la création ou l'extension de fonds de commerce, de succursales ou de toute entreprise à caractère personnel ;

b) toutes autres opérations lorsque, seules ou à plusieurs, concomitantes ou successives, elles ont pour effet de permettre à une ou plusieurs personnes de prendre ou d'accroître, en fait, le contrôle d'une société exerçant une activité industrielle, agricole, commerciale, financière ou immobilière, quelle qu'en soit la forme, ou d'assurer l'extension d'une telle société déjà sous leur contrôle.

Sont considérées comme investissements directs étrangers en France les opérations relevant des alinéas a et b ci-dessus, réalisées par des non-résidents, par des sociétés sous contrôle étranger direct ou indirect, ou par des établissements en France de sociétés étrangères ainsi que par cession entre non-résidents d'une participation dans le capital d'une société résidente.

Toutefois, n'est pas considérée comme investissement direct la seule participation, lorsqu'elle n'excède pas 20 % dans le capital d'une société dont les titres sont cotés en bourse.

Dans ce cas, la participation ne constitue qu'un placement financier et ne traduit pas une volonté d'influencer la gestion de l'entreprise. On parle alors d'investissement de portefeuille.

Investissement direct dans le secteur bancaire et investissement direct dans le secteur non bancaire :

– *la première catégorie* désigne, comme son nom l'indique, les investissements du secteur bancaire ;

– *la deuxième catégorie* regroupe : les investissements immobiliers, les investissements dans le secteur industriel et commercial (désignés aussi sous la mention « capitaux propres ») ; par extension : les prêts des maisons-mères non résidentes à leurs filiales résidentes.

### ***Réglementation***

La circulaire du 15 janvier 1990 a opéré une mise à jour des dispositions administratives antérieures dans le sens d'une plus grande liberté (Journal officiel n° 13 ; 15-16 janvier 1990).

Cette liberté acquise en 1988 pour la création d'entreprises nouvelles par les investisseurs étrangers fut étendue en 1990 aux prises de participation s'il s'agit d'investisseurs communautaires ; pour les investissements non communautaires, fut créée une procédure rapide

et transparente d'autorisation (acquise tacitement au terme d'un délai d'un mois, sauf ajournement par le ministre de l'Économie et des Finances, dans les cas présentant un intérêt national). Pour les investissements susceptibles de mettre en cause l'ordre public, la santé publique et la sécurité publique, une autorisation du ministre reste nécessaire. Cette réglementation a été appliquée avec souplesse puisque sur 2 250 dossiers traités en 1990, 4 seulement ont été ajournés, dont 2 pour des raisons d'ordre public<sup>1</sup>.

Elle a encore été allégée en janvier 1992, puisque les opérations de rachats d'entreprises existantes d'un montant inférieur à 50 millions de francs, concernant des sociétés dont le chiffre d'affaires est inférieur ou égal à 500 millions de francs, sont dispensées d'autorisations préalables. Comme les investissements communautaires, elles ne sont plus soumises qu'à une simple déclaration préalable, le ministre disposant d'un délai de 15 jours pour s'assurer que l'investissement ne met pas en cause l'ordre public, la santé publique ou des intérêts de défense nationale.

Ces opérations représentent les 9/10 des décisions prises chaque année. Cette nouvelle étape de libéralisation permet désormais à la France d'offrir aux investisseurs étrangers des conditions d'accueil comparable à celles des pays les plus ouverts de l'OCDE.

---

<sup>1</sup> Notes bleues du ministère des Finances – 17-23 février 1992