

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 41**

**MAI 1997**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

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

Le rythme de l'expansion aux États-Unis s'est encore renforcé au premier trimestre de 1997. Néanmoins, quelques indicateurs récents suggèrent l'amorce d'un ralentissement. Au Royaume-Uni, la croissance demeure soutenue, tandis que l'ampleur de la reprise allemande est toujours incertaine et que la situation des économies japonaise et italienne reste globalement hésitante. La hausse des prix à la consommation a significativement décéléré dans les principaux pays européens. Tandis qu'aux États-Unis, le Système de réserve fédérale augmentait son taux directeur pour la première fois depuis février 1995, les taux d'intérêt à court terme se sont raffermis au Royaume-Uni mais ont peu varié en Europe continentale, sauf en Espagne et en Italie où leur baisse s'est accélérée. Les taux à long terme se sont légèrement tendus dans la plupart des pays, à l'exception du Japon où leur reflux s'est poursuivi.

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

Le dollar a connu une progression sensible face au yen (+ 2,5 %) et au deutschmark (+ 3,2 %), alimentée notamment par un certain nombre de statistiques favorables à l'économie américaine. De même, la livre sterling s'est appréciée, en raison des anticipations de relèvement du taux directeur de la Banque d'Angleterre et de la publication de très bons chiffres de croissance pour le premier trimestre 1997. Au sein du mécanisme de change européen, la stabilité a prévalu, à l'exception notable de la livre irlandaise qui a fortement reculé en fin de période. Très ferme en début de mois, le franc français a subi ensuite quelques pressions limitées, en liaison avec la dissolution de l'Assemblée nationale et les incertitudes politiques ouvertes par les élections anticipées.

## La situation économique en France

### *La conjoncture économique en avril*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a marqué de notables progrès. La production a augmenté dans l'ensemble des secteurs, en particulier dans celui des biens intermédiaires. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est redressé.

La demande globale a été soutenue. Les commandes étrangères, stimulées par la hausse du dollar et de la livre sterling, sont restées vigoureuses, tandis que le marché intérieur témoignait d'une meilleure animation. Les carnets de commandes se sont étoffés dans tous les secteurs ; ils apparaissent même supérieurs à la normale dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation. Les stocks se sont allégés et sont jugés très proches du niveau désiré.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de se développer ; un recul est toutefois attendu dans l'automobile.

Les prix des matières premières ont augmenté, notamment dans l'agro-alimentaire et certains secteurs des biens intermédiaires. En raison de la vigueur de la concurrence, ces hausses n'ont toutefois pas été répercutées sur les prix des produits finis qui sont restés stables dans l'ensemble ; seuls les produits alimentaires ont renchéri.

Les chefs d'entreprise restent prudents en matière d'investissement et privilégiennent toujours la modernisation des équipements, financée le plus souvent sur ressources propres.

L'activité commerciale, qui avait progressé le mois précédent, s'est stabilisée en avril.

Les effectifs n'ont guère varié dans l'industrie, sauf dans l'automobile où ils se sont de nouveau contractés. Ils sont restés stables dans le bâtiment, le commerce et les services marchands. Face au redressement de l'activité, les chefs d'entreprise ont favorisé les accords de modulation d'horaires et ont accru leur recours à des personnels intérimaires.

### ***La balance des paiements en février***

En données FAB-FAB cvs, l'excédent commercial s'est établi à 11,4 milliards de francs. En cumul sur les deux premiers mois de l'année, il s'élève à 23,1 milliards de francs, contre 11,7 milliards pour la période correspondante de 1996.

Le compte de transactions courantes a enregistré, en février, un solde positif de 10,4 milliards de francs en données brutes (contre 33,7 milliards en janvier) et de 19,2 milliards en données cvs (contre 21 milliards). Ce surplus a été notamment alimenté par une forte contribution des échanges de revenus. Pour les deux premiers mois de l'année, l'excédent cumulé des transactions courantes atteint, en données brutes, 44,1 milliards de francs, contre 27,4 milliards pour le premier bimestre de 1996 (respectivement 40,4 milliards et 23,8 milliards en données cvs).

Le compte financier fait apparaître des sorties nettes de 4,1 milliards de francs. Ce résultat est imputable pour 5,8 milliards de francs aux investissements directs et pour 7,9 milliards aux investissements de portefeuille : les résidents ont poursuivi leurs achats de titres étrangers qui, avec 24 milliards, ont été supérieurs aux acquisitions de titres français par les non-résidents (16,1 milliards). À l'inverse, les autres investissements ont suscité des entrées nettes de 13,9 milliards de francs et les avoirs de réserve ont augmenté de 4,2 milliards.

### **Les marchés de capitaux en avril**

Les taux à court terme ont enregistré une inflexion à la hausse sous l'influence des événements de politique intérieure. Les taux longs, objets de mouvements contrastés, ont, en revanche, marqué une légère détente d'une fin de mois à l'autre.

Relativement stables au cours de la première quinzaine, les taux courts ont enregistré, à compter du 16 avril 1997, une hausse sur l'ensemble des échéances. L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, le 21 avril, a été à l'origine de ce mouvement temporaire qui s'est accompagné d'un net regain de volatilité des taux.

Après une brève phase de hausse dans le prolongement de la tendance observée au mois de mars, les rendements obligataires à long terme se sont orientés à la baisse, sous l'influence de la reprise du marché obligataire américain provoquée par la publication de statistiques reflétant une activité soutenue sans tensions inflationnistes. Ils n'ont, en revanche, guère été affectés par les légères tensions enregistrées sur le compartiment à court terme.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 360,4 milliards de francs à la fin du mois d'avril, contre 1 359,4 milliards au mois de mars. Cette relative stabilité résulte d'une compensation entre les évolutions des différentes catégories de titres. L'encours des certificats de dépôt a progressé de 12,8 milliards de francs, pour atteindre un montant de 647,7 milliards, et celui des bons à moyen terme négociables a augmenté de 1,9 milliard. À l'inverse, l'encours des billets de trésorerie a reculé de 9,8 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières a marqué un fléchissement de 3,9 milliards.

En moyenne mensuelle, les taux à l'émission des titres émis à moins d'un an sont restés à des niveaux assez proches de ceux du mois précédent, mais ils se sont appréciés au cours de la dernière semaine de la période, en liaison avec les tensions relevées sur les taux du marché interbancaire.

Les taux de rémunération des bons à moyen terme négociables ont continué de s'apprécier, prolongeant la tendance observée au cours du mois précédent.

Dans un contexte caractérisé par une hausse des taux d'intérêt à court terme et par une stabilité des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en avril a de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte principalement d'une diminution de près de 50 % de l'activité sur le marché de l'eurofranc, malgré les nouveaux emprunts du Royaume d'Espagne (4 milliards de francs) et de la République du Portugal (3 milliards de francs).

Au terme d'une évolution quelque peu heurtée et marquée par un net redressement en fin de période, la Bourse de Paris a enregistré une baisse modérée sur l'ensemble du mois.

## Les agrégats monétaires

Les moyens de paiement ( $M1$ ) ont progressé de 3,1 % en mars (+ 2,7 % en glissement annuel), à la faveur d'une reprise marquée des dépôts à vue. Les placements à vue à taux réglementé, dont la rémunération demeure attractive, sont restés dynamiques. Ainsi l'agrégat  $M2$ , qui inclut  $M1$ , s'est accru de 2,2 % sur le mois et de 5,7 % sur un an. En revanche, les placements liquides à taux de marché ont encore diminué (- 1,4 %). Au total, l'agrégat  $M3$ , qui bénéficie de la croissance de  $M2$ , a enregistré une hausse de 0,8 % sur le mois, sa baisse en rythme annuel revenant de - 3,4 % (chiffre révisé) à - 2,7 %.

Les placements d'épargne contractuelle, qui composent l'agrégat  $P1$ , ont progressé de 0,7 % en mars. Leur croissance annuelle est demeurée très rapide (+ 15,4 %), malgré la baisse du taux de rémunération des plans d'épargne-logement intervenue fin janvier. Au total, l'ensemble des placements regroupés dans  $M3 + P1$  s'est accru de 1,8 % en glissement annuel.

L'*endettement intérieur total* a progressé de 2,9 % sur un an à fin février. L'endettement de l'État s'est accru de 7,8 % et celui des ménages de 3,0 %, tandis que les sociétés ont réduit le leur de 1,0 %. Mais, en ce qui concerne ces dernières, il convient de souligner le contraste persistant entre le dynamisme de leurs financements de marché (+ 27,4 % sur le marché monétaire, + 4,6 % sur le marché obligataire sur un an) et le recul des crédits qui leur sont accordés (- 3,6 % en rythme annuel), du fait principalement d'une diminution des crédits de trésorerie.

La croissance annuelle estimée des prêts nouveaux s'est établie à 10,4 % sur les deux premiers mois de l'année, largement grâce à la composante « habitat ».

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

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

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

- 4 avril** Le gouvernement juge recevables, pour le rachat de Thomson CSF, les seules candidatures d'Alcatel Alsthom, associée à Dassault Industrie, et du groupe Lagardère, rejetant l'offre du britannique GEC au nom des intérêts essentiels de la sécurité nationale.
- 22 avril** La privatisation partielle de France Télécom est reportée à la période du 24 juin au 1<sup>er</sup> juillet en raison des élections législatives.
- 24 avril** Après avoir tenté une privatisation de la Banque Hervet par le biais d'une cession de gré à gré et l'avoir abandonnée en avril 1994 en raison des pertes de l'établissement, le gouvernement choisit le Second marché pour vendre et faire coter cette banque qui n'aura pas d'actionnaire de référence.

##### ***L'organisation du travail dans les banques***

- 9 avril** Le Conseil des ministres adopte un décret réformant celui de 1937 sur l'organisation du travail dans les banques. Le nouveau texte permet notamment le travail par relais et par roulement et rend possible une ouverture des guichets sur une plus large amplitude quotidienne 6 jours sur 7.

##### ***La simplification administrative***

- 9 avril** Le gouvernement présente une série de mesures d'allégement des formalités administratives en faveur des PME, incluant notamment une nouvelle feuille de paie simplifiée.

##### ***Les finances publiques***

- 15 avril** Pour le deuxième mois consécutif, le déficit budgétaire s'est maintenu, en février, à un niveau inférieur à celui de l'année précédente : FRF 72,4 milliards, contre 90 milliards.
- 23 avril** La dette de l'État s'est élevée à FRF 3 525 milliards fin 1996.

##### ***La dissolution de l'Assemblée nationale***

- 21 avril** Le président de la République dissout l'Assemblée nationale et fixe la date des prochaines élections législatives aux 25 mai et 1<sup>er</sup> juin.

## ***La préparation du passage à l'euro***

**21 avril** Le ministre de l'Économie et des Finances présente les dessins qui illustreront la face nationale des pièces en euro frappées en France.

## ***Le surendettement***

**21 avril** Le Sénat met en place un groupe de travail chargé de dresser un bilan de la loi de 1991 et d'avancer des propositions de réforme pour tenir compte de l'évolution de la situation sociale des surendettés.

## ***La politique de l'emploi***

**23 avril** Selon un rapport réalisé par Bernard Bruhnes Consultants et Bipe Conseil pour la commission des Finances de l'Assemblée nationale, la loi Robien est favorable à l'emploi pour un coût inférieur à celui des autres dispositifs.

## ***La protection sociale***

**30 avril** Publication des décrets d'application de la nouvelle prestation spécifique dépendance.

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

**24 avril** Le Conseil général arrête les comptes de l'exercice 1996 : la Banque de France a enregistré un bénéfice net de FRF 1,213 milliard, contre 1,372 milliard en 1995.

## **Les principaux indicateurs conjoncturels**

### ***Le produit intérieur brut en 1996***

**29 avril** Selon les comptes de la Nation, le PIB a progressé, l'an dernier, de 1,5 % sur la base des prix de 1980 et de 1,2 % sur celle des prix de 1995. L'INSEE a revu à la hausse la consommation des ménages, qui a augmenté de 2,1 %, tandis que l'investissement affiche un repli de 0,5 %. Les déficits publics se sont élevés à 4,2 % du PIB et les prélèvements obligatoires à 45,7 % du PIB, en hausse de 1,2 point par rapport à 1995.

### ***Les perspectives d'activité***

**2 avril** Le ministre de l'Économie et des Finances confirme, devant la Commission des comptes de la Nation, la prévision officielle d'une hausse du PIB de 2,3 % en 1997 et de 2,8 % en 1998. La plupart des instituts de conjoncture entérinent ce scénario. Ils sont, toutefois, un peu moins optimistes sur le niveau des déficits publics, qui atteindraient 3,1 % cette année et 3,0 % l'an prochain, alors que le gouvernement table sur, respectivement, 3,0 % et 2,8 %.

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

**24 avril** En février, la production industrielle a augmenté de 1,6 % sur un mois et de 1,5 % sur un an, la production manufacturière progressant de, respectivement, 3,7 % et 2,2 %, grâce notamment à la forte reprise de l'activité automobile (+ 5,1 % par rapport à janvier).

## **Les défaillances d'entreprises**

**28 avril** En novembre 1996, leur nombre est revenu à 3 988, contre 4 842 en octobre, selon les données cvs de l'INSEE.

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

**29 avril** Au premier trimestre, le nombre des mises en chantier est resté stable par rapport aux trois mois précédents, mais a diminué de 7,7 % par rapport à la période correspondante de 1996.

## **La consommation des ménages**

**29 avril** En mars, la consommation des ménages en produits manufacturés est restée stable par rapport à février, mois au cours duquel elle avait fléchi de 1,3 % (chiffre révisé). Sur l'ensemble du premier trimestre, elle a progressé de 0,7 %, après un recul de 3,5 % au trimestre précédent.

## **Les immatriculations d'automobiles**

**1<sup>er</sup> avril** En mars, les immatriculations ont de nouveau baissé, de 21,0 % en glissement annuel (– 17,1 % à nombre de jours ouvrables comparables). Sur l'ensemble du premier trimestre, le recul est de 26,5 % par rapport à la période correspondante de 1996.

## **L'emploi**

**30 avril** En mars, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) a diminué de 0,2 % (– 4 800 personnes), ce qui le fait revenir à 3 087 500 personnes. Néanmoins, le taux de chômage au sens du BIT est resté inchangé, à 12,8 % de la population active.

## **Les salaires**

**14 avril** Au quatrième trimestre 1996, le taux de salaire horaire des ouvriers a progressé de 0,6 % et le salaire mensuel brut de base de 0,5 %. Sur l'ensemble de l'année, ce dernier a augmenté de 2,2 % en moyenne dans le secteur privé, dégageant une hausse du pouvoir d'achat de 0,2 %, contre 0,3 % en 1995.

## **Les prix**

**18 avril** En 1996, l'indice du coût de la construction a progressé de 1,77 % en moyenne.

**25 avril** En mars, les prix à la consommation ont augmenté de 0,1 % sur un mois et de 1,1 % sur un an, selon l'indice définitif de l'INSEE.

## **Les comptes extérieurs**

**4 avril** En janvier, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 11,72 milliards (données cvs), selon le nouveau mode de calcul qui prend en compte, depuis le 1<sup>er</sup> janvier, les départements d'outre-mer, contre 8,53 milliards en décembre et 4,17 milliards un an auparavant.

**23 avril** En janvier, la balance des transactions courantes a enregistré un excédent de FRF 21 milliards (cvs), après 10 milliards en décembre.

**30 avril** En février, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 11,37 milliards.

## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> avril** Aux États-Unis, les dépenses de construction en février sont en nette hausse de 2,3 %, alors que l'indice de confiance des directeurs d'achat (NAPM) ressort en légère progression à 55,0, contre 53,1 en février.
- 2 avril** Au Japon, le rapport *Tankan* révèle que le niveau de confiance des grands industriels japonais est au plus haut depuis novembre 1991.
- Au Royaume-Uni, les nouveaux crédits à la consommation de février atteignent un niveau record, à + 1,22 milliard de livres sterling.
- 3 avril** En Allemagne, hausse plus forte que prévue de la production industrielle en février : + 1,9 %, contre + 0,8 % attendu.
- 4 avril** Aux États-Unis, le taux de chômage recule, de 5,3 % à 5,2 %, en mars, suite à la réduction de 175 000 du nombre de chômeurs. Le revenu horaire progresse de 0,4 %, à 12,15 dollars, soit une hausse de 4,0 % sur un an.
- 7 avril** Au Japon, l'excédent commercial de février ressort à 865,2 milliards de yens.
- 8 avril** En Allemagne, recul attendu du nombre de chômeurs de 15 000 en mars.
- Aux États-Unis, le commerce de gros ressort en hausse de 2,1 % en février, plus forte augmentation depuis août 1994. Le ratio de couverture des ventes par les stocks est à son plus bas niveau depuis septembre 1984.
- 11 avril** Au Portugal, la Banque centrale réduit le taux de ses prises en pension, de 6,50 % à 6,30 %, au premier jour de la période de constitution des réserves obligatoires des banques. Le taux des ponctions, utilisé pour drainer les liquidités des marchés, est ramené de 6,20 % à 5,80 % et le taux des prêts d'urgence de 8,30 % à 7,80 %.
- Aux États-Unis, les ventes de détail progressent de 0,2 % en mars.
- En Espagne, le taux d'inflation ressort à + 0,1 % en mars, soit + 2,2 % sur un an.
- 14 avril** En Allemagne, les prix de gros progressent de 0,8 % en mars.
- 15 avril** En Espagne, la Banque centrale, tirant profit de la marge de manœuvre que lui avait fourni la publication de chiffres favorables sur l'évolution de l'inflation, baisse son taux d'intervention à 5,50 % (contre 5,75 % depuis le 14 mars 1997).
- En Allemagne, le coût de la vie recule de 0,2 % en mars, soit une progression de 1,5 % en rythme annuel.
- Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation progresse de 0,1 % en mars.
- 16 avril** Aux États-Unis, la production industrielle progresse de 0,9 % en mars, alors que les capacités de production sont utilisées à 84,1 %, plus haut niveau depuis 2 ans.
- Au Japon, l'excédent commercial est en recul par rapport à février 1996, à 812 milliards de yens, mais l'excédent commercial avec les États-Unis ressort à 379 milliards de yens, en progression de 11 % sur un an.
- Au Royaume-Uni, le chômage recule de 41 000 unités, à 6,1 %, tandis que les revenus moyens progressent sur un rythme annuel de 5,0 %

- 17 avril** Aux États-Unis, la balance commerciale de février affiche un déficit de 11,59 milliards de dollars, tandis que le déficit commercial avec le Japon reste stable depuis novembre 1996.
- Au Royaume-Uni, l'indice des prix de détail progresse de 0,3 % en mars, soit une hausse de 2,6 % en rythme annuel.
- 23 avril** La Commission européenne annonce que, selon ses prévisions, 13 membres sur 15 satisferaient le critère de déficit/PIB en 1997, seules l'Italie et la Grèce n'y parviendraient pas.
- 24 avril** En Allemagne, les indices du coût de la vie dans les régions font ressortir l'inflation à -0,1 % en avril, soit un rythme annuel de 1,4 %.
- 25 avril** Au Royaume-Uni, le PIB préliminaire progresse de 1 % au premier trimestre 1997, pour une hausse de 3 % en glissement annuel.
- 27 avril** Communiqué du G 7 souhaitant voir les taux de change refléter les critères fondamentaux économiques et réaffirmant la coopération de ses membres sur les marchés de change si nécessaire.
- 29 avril** En Allemagne, la balance commerciale affiche un excédent de 9,2 milliards de deutschemarks en février, le déficit des comptes courants s'établissant à 1,5 milliard.
- Aux États-Unis, les commandes de biens durables reculent de 3 % en mars, alors que l'indice du coût de la main-d'œuvre progresse moins vite que prévu, à +0,6 %.
- 30 avril** Aux États-Unis, la progression annualisée du PIB préliminaire du premier trimestre 1997 ressort à +5,6 %, contre +3,8 % au trimestre précédent. Le déflateur du PIB est de +2,3 %, contre +1,9 % au trimestre précédent.
- 1<sup>er</sup> mai** En Irlande, la Banque centrale porte son taux des pensions de 6,25 % à 6,75 %.
- 6 mai** Au Royaume-Uni, la Banque centrale, veillant à prévenir tout regain d'inflation en raison de la vigueur de la croissance, remonte son taux des prêts aux maisons d'escompte de 6,00 % à 6,25 %.
- 9 mai** Au Portugal, la Banque centrale réduit ses trois taux directeurs. Le taux des ponctions et celui des prêts d'urgence sont abaissés de 0,10 point, à 5,70 % et 7,70 %, respectivement. Les taux des pensions diminuent de 0,30 point, à 6,00 %.
- 12 mai** En Grèce, la Banque centrale, profitant du recul de l'inflation au cours des derniers mois, abaisse ses deux taux directeurs, de 1 point. Le taux d'escompte revient de 15,5 % à 14,5 %, tandis que le taux Lombard est fixé à 19 %, au lieu de 20 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le rythme de l'expansion aux États-Unis s'est encore renforcé au premier trimestre de 1997. Néanmoins, quelques indicateurs récents suggèrent l'amorce d'un ralentissement. La croissance au Royaume-Uni demeure soutenue. La situation des économies japonaise et italienne reste globalement hésitante, tandis que l'ampleur de la reprise de l'économie allemande est toujours incertaine. Les taux d'intérêt de long terme se sont légèrement tendus alors que, aux États-Unis, le Système de réserve fédérale augmentait son taux directeur pour la première fois depuis février 1995.

---

Aux **États-Unis**, la croissance s'est encore accélérée au premier trimestre : le PIB a en effet progressé, selon les premières estimations, de 5,6 %, en données annualisées, après 3,8 % au quatrième trimestre de 1996. La consommation a augmenté de 6,4 %, après 3,4 %. L'investissement des entreprises s'est accru de 11,9 %, après 5,5 %. Les stocks ont également contribué assez fortement à la croissance. L'investissement résidentiel a repris, avec 5,5 %, après un repli de 1,8 % au trimestre précédent. Seule la consommation publique a continué de se contracter, de 0,6 %, après – 0,9 %. Les exportations ont augmenté moins vigoureusement, de 8,1 %, après + 25,0 % au dernier trimestre 1996. En revanche, les importations se sont accrues de 21,9 %, après + 3,3 %. Les créations nettes d'emplois ont atteint 142 000 en avril, après 139 000 en mars et 237 000 en moyenne sur le premier trimestre. L'emploi s'est cependant contracté pour le deuxième mois consécutif dans le secteur de la construction (– 44 000 unités, après – 25 000), alors que les services enregistraient un solde positif de 199 000 en avril. Le taux de chômage a baissé, s'établissant à 4,9 %, après 5,2 % en mars. Plusieurs indicateurs suggèrent néanmoins l'amorce d'un ralentissement du rythme de la croissance : les ventes au détail et les dépenses de consommation ont enregistré une hausse modérée en mars (respectivement 0,2 % et 0,5 %), tandis que le taux d'épargne continuait d'augmenter lentement (5,3 % en mars, après 5,2 % en février) ; le secteur de la construction a marqué le pas, avec une baisse, en fin de trimestre, des dépenses de construction, des ventes de maisons neuves et des mises en chantier de logements ; enfin, si la production industrielle a continué de s'accroître (+ 0,9 % en mars, après + 0,6 % en février), les commandes de biens durables ont fléchi de 2,6 % en mars, après + 1,0 % en février ; les équipements de transports, en particulier, ont subi leur deuxième mois consécutif de baisse.

---

Au **Japon**, la conjoncture est demeurée hésitante. Certes, les dépenses réelles de consommation des ménages ont augmenté de 5,8 % sur un an en mars et le secteur du logement a été mieux orienté en fin de trimestre, mais le rebond de la consommation tient essentiellement au mouvement d'anticipation des achats avant la hausse de la TVA à compter du 1<sup>er</sup> avril. La production industrielle a baissé de 1,5 % sur un mois en mars, après un repli de 3,7 % en février. Le taux de chômage a

légèrement diminué, de 3,3 % en février à 3,2 % en mars, mais le ratio des offres sur les demandes d'emploi est resté stable à 73 %. L'excédent commercial (données brutes) s'est réduit de 26,8 % sur un an en mars, revenant à 818,4 milliards de yens. Sur l'ensemble du premier trimestre, la baisse est de 17,4 % par rapport à la période correspondante de 1996. En revanche, l'excédent vis-à-vis des États-Unis s'est accru de près de 25 % sur les trois premiers mois de l'année par rapport au premier trimestre de 1996.

---

En **Allemagne**, l'activité tend à se raffermir. Toutefois, l'indice du climat des affaires de l'institut IFO a reculé, en mars, de 1,3 %, à 92,4 (après 93,6), en raison de perspectives moroses dans le secteur des biens de consommation. La forte croissance des commandes à l'industrie en janvier s'est répercutee sur l'indice de la production industrielle de février (+ 1,9 %). La croissance de la production industrielle est restée ferme en mars, avec + 0,5 %. Les commandes à l'industrie ont progressé de 1,1 % en mars, après - 0,2 % en février. Cette croissance est de nouveau portée par les ordres de l'extérieur (+ 2,0 % en mars, après - 2,4 % en février), tandis que les commandes émanant du marché intérieur ont été assez dynamiques pour le deuxième mois consécutif (+ 0,7 %, après + 1,1 %). Les exportations ont nettement progressé, passant de 67,1 milliards de deutschemarks en janvier à 70,7 milliards en février (données cvs), stimulées par la modération des prix des produits exportés, qui n'ont crû que de 0,8 %, en glissement annuel, en février. Le niveau des importations est, en revanche, resté stable en février, à 60,7 milliards de deutschemarks. En cumul sur douze mois, l'excédent commercial allemand est pratiquement inchangé, à 99,4 milliards de deutschemarks. Le déficit des paiements courants s'est réduit, pour représenter 1,5 milliard de deutschemarks en février, après 9,8 milliards de deutschemarks en janvier. Le nombre de demandeurs d'emploi s'est établi, en données cvs, à 4,29 millions en mars, soit un taux de chômage de 11,2 %. Ce chiffre marque le premier recul depuis un an, mais survient après deux mois où le chômage s'était maintenu à un niveau exceptionnellement élevé (11,3 %) en raison de la situation particulière du secteur du bâtiment. En avril, le taux de chômage est resté stable malgré une légère progression du nombre de chômeurs (+ 0,2 %). Le prix des produits importés a crû de 0,3 % en données cvs (après 0,4 % en février) et revient à 2,8 % en glissement annuel, après trois mois d'accélération. Les prix à la production sont restés stables pour le deuxième mois consécutif, en données brutes, et augmentent de 0,7 % en glissement annuel à fin mars (0,6 % à fin février). Au total, la hausse des prix de consommation s'est modérée (cf. infra). Enfin, la progression de l'agrégat de monnaie M3 tend à se rapprocher de la fourchette retenue comme objectif, avec + 8,3 % en taux annualisé par rapport au quatrième trimestre de 1996, après deux mois de forte croissance.

---

Au **Royaume-Uni**, l'activité est restée vive au premier trimestre 1997 : les ventes au détail ont progressé de 3,7 % sur un an en mars, après une augmentation de 4,3 % en février et de 4,9 % en janvier. La hausse des ventes est particulièrement notable pour les biens de consommation, hormis pour les produits alimentaires dont les prix connaissent une tendance continue à la baisse. La progression du volume des crédits à la consommation a été particulièrement sensible. L'indice global de la production industrielle a enregistré un recul de 0,6 % en février, mais progresse néanmoins de 1,5 % sur un an, après une hausse de 0,1 % sur un mois et de 2,5 % sur un an en janvier. L'indice de la production manufacturière a augmenté de 0,2 % sur un mois et de 1,8 % sur un an, après une hausse de 0,5 % sur un mois et de 1,8 % sur un an le mois précédent. Le dynamisme de la croissance s'est à nouveau traduit par un recul du nombre des demandeurs d'emploi en mars, à 1 707 000 (contre 1 748 000 en février), ce qui ramène le taux de chômage à 6,1 % de la population active, chiffre le plus faible depuis six ans. Enfin, le déficit budgétaire a diminué au cours de l'année fiscale 1996-1997, pour revenir à 22 806 millions de livres sterling, après un déficit cumulé de 31 684 millions en 1995-1996.

---

En **Italie**, la conjoncture est restée médiocre en ce début d'année 1997. Le chiffre de la croissance du dernier trimestre 1996 a été révisé à la baisse : l'activité s'est, en effet, contractée de 0,2 % par rapport au trimestre précédent et n'a augmenté que de 0,1 % sur un an (après une progression de 0,6 % sur un an au troisième trimestre 1996). Au cours du dernier trimestre 1996, l'activité a été peu soutenue par la consommation finale (+ 0,8 % sur un an) et a, en revanche, été freinée par la contraction des investissements (- 1,9 % sur un an). Les exportations ont cependant conservé leur dynamisme (+ 3,4 % sur un an), alors que la baisse des importations (- 1,4 % sur un an) a reflété l'atonie de la demande interne. Pour l'année 1996, la hausse du PIB a atteint 0,7 % (contre 0,8 % selon les premières estimations). En février, l'indice global de la production industrielle a augmenté de 2,3 % sur un mois (données cvs), après 0,3 % en janvier. Le glissement annuel est redevenu positif (1,1 %) pour la première fois depuis juin 1996. Mais, le niveau des commandes à l'industrie a fléchi de 3,9 % en février par rapport au mois précédent et le chiffre d'affaires industriel moyen a baissé de 3,7 % sur un mois au cours de la même période.

---

En **Espagne**, malgré la bonne tenue de l'activité, le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté de 0,4 % au premier trimestre 1997, le taux de chômage atteignant maintenant 21,9 % de la population active, contre 21,8 % au dernier trimestre 1996 (et 22,2 % en moyenne pour l'année 1996). Le déficit commercial s'est élevé à 243,6 milliards de pesetas en février dernier. Le solde cumulé est resté négatif au cours des deux premiers mois de l'année (- 352,8 milliards de pesetas, contre - 411 milliards sur la période correspondante de l'année précédente, ce qui représente une amélioration du solde de près de 14 % sur un an). La balance courante a présenté un excédent de 168,8 milliards de pesetas en janvier, en hausse de 60 % sur un an. Par ailleurs, le déficit budgétaire s'est établi à 861,2 milliards de pesetas au cours du premier trimestre 1997, en hausse de 3,7 % par rapport à la période correspondante de 1996.

---

En mars, la hausse des **prix à la consommation** a significativement décéléré dans les principaux pays européens. Le glissement annuel a reculé de 0,2 point en Allemagne, où il est revenu à son niveau moyen de 1996, 1,5 %, et en Italie, à 2,2 %. L'inflation a cédé 0,3 point en Espagne et aux Pays-Bas, à 2,2 % et 1,9 % respectivement. Le reflux a été plus important en Belgique et au Danemark (0,5 point), le glissement annuel revenant respectivement à 1,5 % et à 1,7 %.

---

Les **taux d'intérêt** à court terme ont peu varié en avril dans les pays d'Europe continentale, sauf en Espagne et en Italie. En Espagne, la baisse des taux s'est accélérée (- 27 points de base, à 5,59 % en moyenne sur l'échéance à 3 mois), après que la Banque centrale ait réduit son taux d'intervention pour le deuxième mois consécutif. Le taux à 3 mois italien s'est détendu, quant à lui, de 31 points de base, s'établissant à 7,15 % en moyenne mensuelle. Au contraire, le taux à 3 mois au Royaume-Uni s'est raffermi, s'élevant à 6,42 % en moyenne sur avril, après 6,26 % en mars. La hausse du taux des fonds fédéraux s'est répercutée sur les taux courts américains, qui ont progressé de 20 points de base, à 5,74 %.

Les taux d'intérêt à long terme se sont globalement tendus en avril. En moyennes mensuelles, l'accroissement des taux à 10 ans a atteint 13 points de base en Allemagne (5,90 %), 15 points de base en France (5,81 %), 20 points de base au Royaume-Uni (7,75 %) et 22 points de base aux États-Unis (7,02 %). Au Japon, le reflux du taux à 10 ans s'est poursuivi, à 2,35 %, après 2,50 % en mars.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Pendant la période sous revue, le dollar a connu une progression face au yen (+ 2,5 %) et au deutschemark (+ 3,2 %) à la faveur de statistiques favorables à l'économie américaine. Très ferme en début de période, le franc français a subi quelques pressions limitées, en liaison avec la dissolution de l'Assemblée nationale et les incertitudes politiques ouvertes par les élections anticipées. Au sein du mécanisme de change européen, la stabilité a prévalu, à l'exception notable de la livre irlandaise qui a fortement reculé en fin de période.

---

La progression de l'indice des prix à la consommation, publié le 15 avril, a réduit les anticipations de relèvement de taux du Système de réserve fédérale et a stoppé la progression du **dollar**, alimentée jusque-là par les bonnes statistiques du début de mois (chômage en baisse, progression du commerce de gros et du salaire horaire). L'absence d'un signal fort de la part des autorités du G 7 contre la progression du dollar a redonné vigueur à la devise américaine qui a alors atteint son meilleur niveau depuis trois ans face au deutschemark à 1,7390. Vers la fin du mois d'avril, le dollar s'est cependant affaibli avec l'annonce d'un recul important des commandes de biens durables et d'une progression modérée du coût du travail, deux signaux tempérant les risques de pressions inflationnistes. Le dollar a finalement rebondi à la faveur d'un excellent chiffre de croissance du PIB au premier trimestre 1997 (+ 5,6 %).

---

Face au **yen**, le dollar a été bien orienté en début de période et a atteint un premier pic le 14 avril, à 126,51, avant que le faible indice des prix américains ne modifie le sentiment du marché par rapport au dollar. En outre, la proximité du G 7 a favorisé une attitude prudente des opérateurs sur la parité dollar/yen. Le dollar a progressé par la suite, en l'absence de référence particulière à cette parité dans le communiqué du G 7 ; il s'est rapproché temporairement de son meilleur niveau depuis quatre ans et demi, à 127,10 yens pour 1 dollar, puis a connu une forte volatilité en fin de période, en raison de la publication d'indicateurs économiques contrastés.

---

Le **franc français** s'est dans un premier temps nettement apprécié, certains opérateurs anticipant une progression du franc vers son cours pivot (soit 3,35386 francs pour 1 deutschemark). Le franc a ainsi atteint son meilleur niveau depuis juin 1993, à 3,3620. Dans la seconde quinzaine d'avril, cependant, les rumeurs — confirmées le 21 avril — d'une dissolution de l'Assemblée nationale ont provoqué quelques tensions. Toutefois, le recul de la devise française est resté de faible ampleur. La publication, par la Commission européenne, de prévisions selon lesquelles la France remplirait les critères fixés par le traité de Maastricht a également contribué à limiter les pressions sur la devise française.

---

Les fluctuations du **deutschemark** vis-à-vis des monnaies européennes ont été dépendantes des annonces faites sur l'UEM. En début de mois, les précisions apportées sur le calendrier de l'UEM et sur le SME bis par le sommet Ecofin ont pesé sur le deutschemark. Par la suite, celui-ci s'est raffermi, en raison des difficultés supposées d'un certain nombre de pays européens à respecter le critère de déficit budgétaire. Le 23 avril, cependant, la Commission européenne a annoncé qu'elle prévoyait que 13 membres sur 15 parviendraient à se qualifier pour l'Union monétaire et le deutschemark s'est stabilisé face aux principales devises européennes, à l'exception, cependant, de la livre irlandaise.

---

Dans le sillage du dollar, la **livre sterling** s'est appréciée face au franc (3 %). Elle est restée ferme, en raison des anticipations de relèvement du taux directeur de la Banque d'Angleterre. Les risques de tension sur les prix ont été soulignés par la publication de diverses statistiques : recul continu du chômage, progression du revenu des ménages sur un rythme annuel de 5 %. Bien que la livre sterling ait été ponctuellement affectée par des vagues successives de prises de profit, elle est restée recherchée, atteignant son meilleur niveau depuis septembre 1992, à 9,48 francs pour 1 livre sterling. La fin de mois est restée favorable à la devise britannique, en raison des différents sondages qui, confirmant la nette avance des travaillistes dans les intentions de vote, écartaient l'hypothèse redoutée d'un manque de majorité claire. Ces sondages, couplés à la publication de très bons chiffres de croissance au premier trimestre 1997, ont soutenu la livre sterling.

---

Affectée par le recul des cours du pétrole mais également par des menaces de grève dans le secteur public, la **couronne norvégienne** a perdu près de 4 % face au deutschemark. Après avoir atteint en milieu de mois son plus haut niveau face à la monnaie allemande depuis la fin février, en raison de la publication d'analyses favorables de banques d'investissement, la **couronne suédoise** a reculé, en raison de l'ampleur des dépenses prévues au budget complémentaire (20 milliards de couronnes d'ici à fin 1998). En fin de période, elle est apparue médiocrement orientée, en liaison avec des rapatriements de capitaux consécutifs à la distribution de dividendes. La faiblesse des autres monnaies nordiques a porté le **mark finlandais** à son plus bas niveau depuis son entrée dans le mécanisme de change européen en octobre 1996.

---

Le **franc suisse** a été très recherché en début de période malgré la publication d'un rapport de la Banque nationale suisse excluant un relèvement des taux dans la mesure où il n'existe pas de pressions inflationnistes ni de signes de reprise de la croissance. Le franc suisse s'est apprécié par la suite, en liaison avec les propos du président de la Banque centrale, M. Meyer, qui, convaincu que les niveaux actuels du franc suisse représentent une correction normale, a estimé que la devise helvétique n'était pas faible.

---

Les propos des autorités irlandaises sur l'éloignement non désiré de la **livre irlandaise** par rapport à son cours pivot ont été accompagnés d'une intense spéculation, amenant la Banque centrale à relever son taux central de 6,25 % à 6,75 %, afin de contrôler le glissement de sa devise et de prévenir l'effet inflationniste de son recul face à la livre sterling.

---

La **lire italienne** a fait preuve d'un très bon comportement en début de période. Les efforts importants des autorités italiennes (mini-budget pour réduire d'environ 9 milliards de dollars le déficit budgétaire) sont venus en soutien de la lire. Une fois levées les incertitudes politiques dues à l'envoi de troupes en Albanie, la devise italienne a poursuivi son appréciation. Elle a, par la suite, reculé avec les prévisions de la Commission européenne qui, en chiffrant à 3,2 % le ratio déficit/PIB de l'Italie en 1997, a accru les interrogations sur la participation de ce pays à la première vague de l'Union monétaire.

## COURS DE CHANGE À PARIS

*(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		28 mars 1997	30 avril 1997	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,6435	5,8222	3,17
Écu privé.....	1 XEU	6,5475	6,583	0,54
Allemagne.....	100 DEM	336,80	337,13	0,10
Belgique.....	100 BEF	16,319	16,3385	0,12
Pays-Bas .....	100 NLG	299,33	299,73	0,13
Danemark.....	100 DKK	88,41	88,56	0,17
Espagne.....	100 ESP	3,9775	3,9935	0,40
Portugal.....	100 PTE	3,35	3,36	0,30
Irlande .....	1 IEP	8,8805	8,7485	- 1,49
Royaume-Uni.....	1 GBP	9,203	9,483	3,04
Italie .....	1 000 ITL	3,3725	3,4045	0,95
Grèce.....	100 GRD	2,1285	2,1215	- 0,33
Suède .....	100 SEK	74,75	74,42	- 0,44
Finlande .....	100 FIM	113,13	112,29	- 0,74
Autriche .....	100 ATS	47,851	47,88	0,06
Norvège .....	100 NOK	85,17	81,96	- 3,77
Suisse .....	100 CHF	389,8	396,56	1,73
Japon .....	100 JPY	4,5641	4,5917	0,60

## TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

*(en pourcentage)*

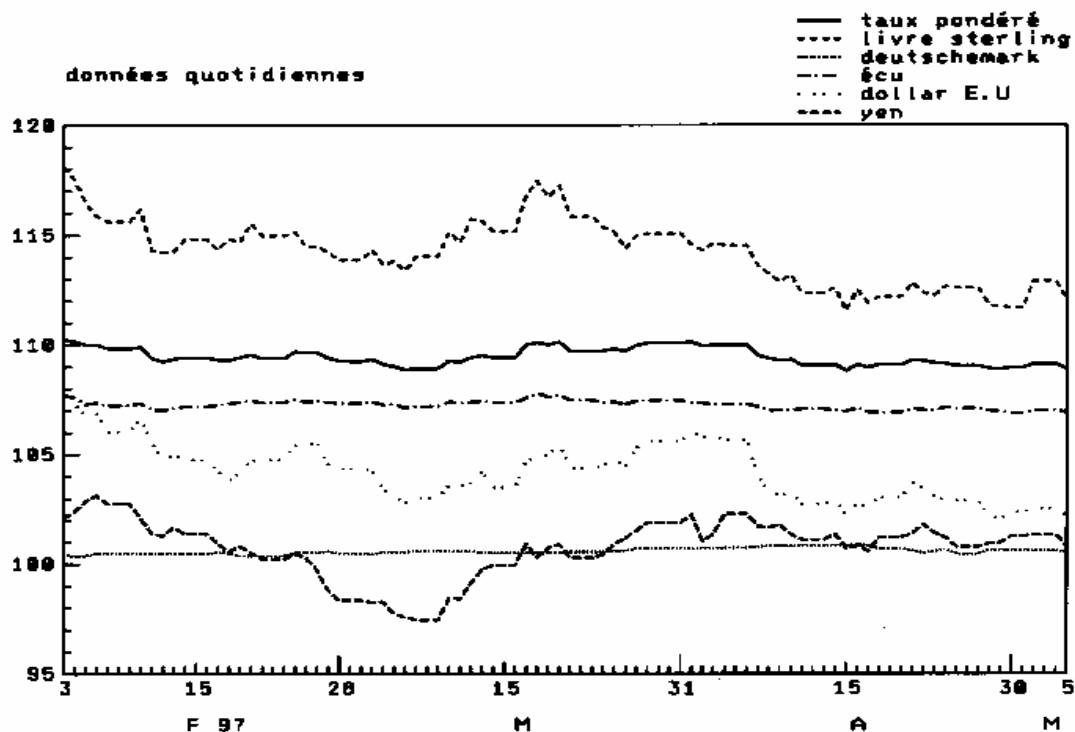
	1 mois		3 mois	
	28 mars 1997	30 avril 1997	28 mars 1997	30 avril 1997
Dollar .....	5,590	5,560	5,680	5,750
Livre sterling .....	6,312	6,187	6,437	6,500
Deutschmark .....	3,220	3,125	3,220	3,160
Franc suisse .....	1,812	1,812	1,812	1,625
Franc français .....	3,250	3,290	3,290	3,380

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31

Mise à jour le 30 avril 1997

## TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS

### Base 100 en 1988



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

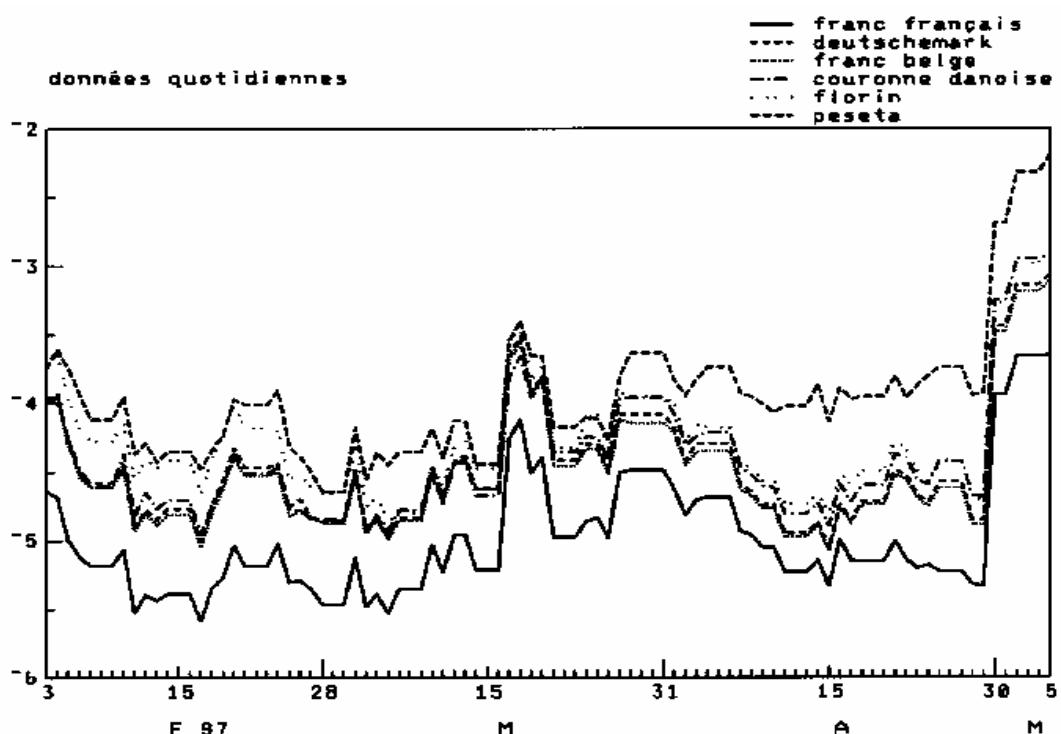
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1997

Depuis la fin du mois de mars, le franc français est resté relativement ferme vis-à-vis du deutschmark et de l'écu. Le dollar s'est nettement apprécié en début de période, puis il a eu tendance à se stabiliser. La livre sterling a connu une évolution voisine de celle de la monnaie américaine. De son côté, le yen a peu varié d'une fin de période à l'autre.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

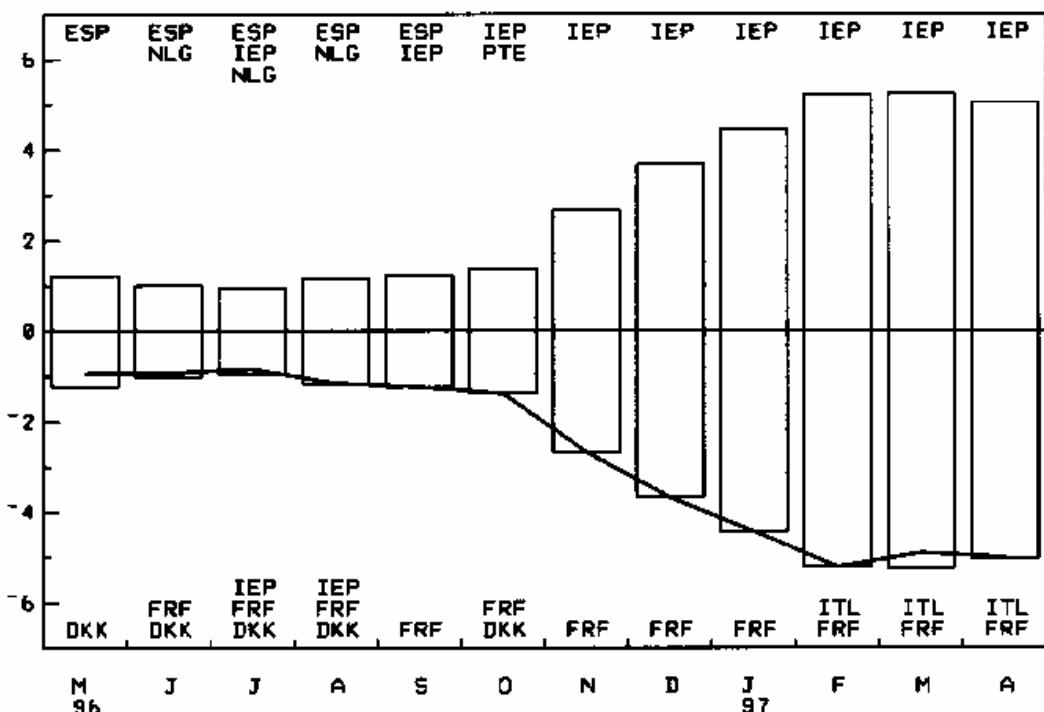
Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1997

Depuis le début du mois d'avril, l'évolution de la position du franc français au sein du mécanisme de change européen est restée voisine de celles des monnaies du noyau dur (deutschmark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. De son côté, la peseta a été favorablement orientée, sa situation s'écartant quelque peu de celle de la devise néerlandaise.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

**en pourcentage**



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

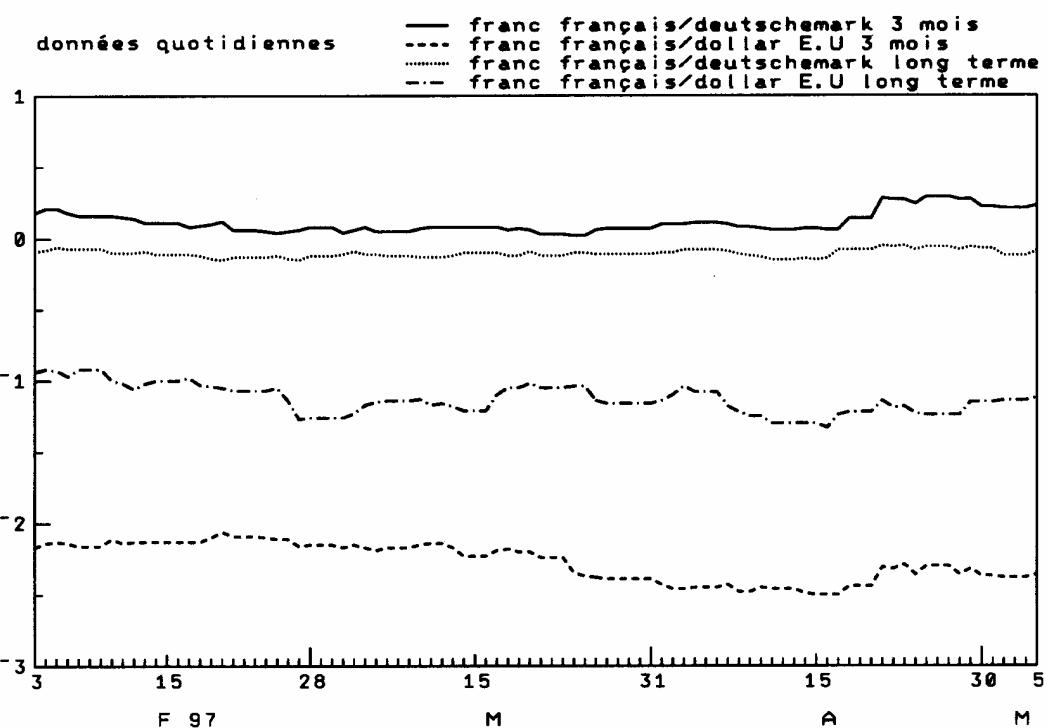
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1997

À l'intérieur de la bande communautaire, la monnaie irlandaise a enregistré durant tout le mois d'avril les écarts positifs moyens les plus importants. Elle est restée en opposition avec le franc français et la lire italienne. Globalement, l'écart entre les extrêmes ne s'est que faiblement réduit.

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



Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 mai 1997

Au cours de la seconde quinzaine d'avril, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est quelque peu accru, tandis que l'écart négatif entre taux français et américains se réduisait légèrement. L'évolution des taux français explique pour l'essentiel ces mouvements.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne s'est maintenu aux alentours de -10 points de base, les taux ayant évolué dans le même sens dans les deux pays. De même, l'écart entre taux français et américains a peu varié sur l'ensemble de la période.

### 3.3. Le marché de l'or

Dans des marchés déprimés, le prix international de l'**or** a continué de flétrir de façon graduelle, touchant, tout en fin de période, à 340 dollars l'once, son niveau le plus faible depuis quatre ans et enregistrant ainsi une baisse de 2,3 % par rapport à la fin mars.

Cette tendance, déjà bien affirmée depuis plusieurs mois (à la mi-novembre 1996, les cours avaient cassé le support technique de 380 dollars), est demeurée imputable aux facteurs suivants :

- redressement marqué du dollar qui a pour effet de dissuader les acheteurs traditionnels (investisseurs et bijoutiers), notamment asiatiques ;
- bonne tenue des principaux marchés obligataires et bourses des valeurs (+ 6,0 % pour le Dow Jones et + 6,5 % pour le Nikkei en avril) qui a rendu, par comparaison, les placements en or peu attrayants ;
- anticipations d'une poursuite de la politique de resserrement monétaire aux États-Unis mise en œuvre le 25 mars, destinée à prévenir toute résurgence de pressions inflationnistes ;
- enfin, rumeurs persistantes de nouvelles ventes par certaines banques centrales, notamment de l'Union européenne (Belgique, Pays-Bas), dans le but de réduire la part de leur dette extérieure dans le PIB et de satisfaire ainsi à l'un des critères de Maastricht, et de cessions imminentées par la Suisse, afin d'alimenter le Fonds de solidarité aux victimes de l'Holocauste, récemment envisagé.

En revanche, les déclarations d'officiels du Fonds monétaire international, selon lesquelles il n'y aurait aucune nécessité actuellement pour le Fonds de se défaire d'une partie de son stock de métal fin dans le cadre d'un programme spécial d'aide aux pays les plus pauvres, n'ont eu que peu d'impact sur les cours.

COURS DE L'OR			
	28 mars 1997	30 avril 1997	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	63 200,00	63 400,00	0,32
Lingot (le kg).....	64 000,00	63 900,00	- 0,16
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	368,00	367,00	- 0,27
Vreneli .....	363,00	367,00	1,10
Union latine .....	368,00	370,00	0,54
Souverain.....	485,00	460,00	- 5,15
20 dollars .....	117,25	120,00	2,35
Peso mexicain.....	2 375,00	2 350,00	- 1,05
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	348,15	340,15	- 2,30
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			
			Mise à jour le 30 avril 1997

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

## 4.1. La conjoncture économique en avril 1997

### Les indicateurs

En avril, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail sont restés pratiquement stables (0,0 % à 0,1 %), après une hausse de 0,1 % en mars. Sur un an, leur glissement est de 0,9 % à 1,0 %, contre 1,1 % le mois précédent.

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,2 % en volume (aux prix de l'année 1980) au quatrième trimestre 1996, après une progression de 0,8 % au troisième trimestre 1996, une diminution de 0,2 % au deuxième trimestre et une hausse de 1,3 % au premier trimestre. Pour l'ensemble de l'année 1996, la croissance du PIB s'établit à 1,5 % et son glissement annuel est de 2,0 % au dernier trimestre. À l'issue de ce dernier, l'acquis de croissance pour 1997 est de 0,5 %.

L'activité du BTP s'est repliée au cours du quatrième trimestre 1996 et accuse un net retrait sur un an. Au cours des trois premiers mois de l'année 1997, le nombre de logements commencés et celui de logements autorisés ont tous deux diminué de 7,7 % par rapport à la période correspondante de 1996.

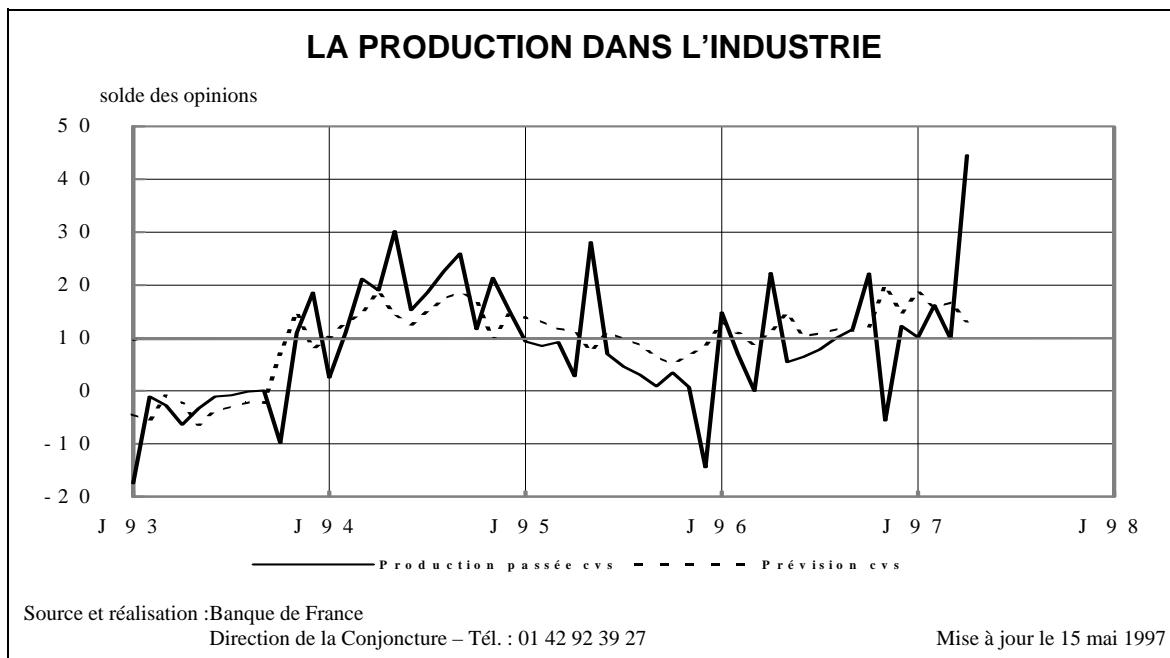
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,1 % au cours du premier trimestre 1997 et s'établit à 13 341 200 emplois, soit 16 800 créations nettes d'emplois sur le trimestre.

En mars, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a diminué de 0,2 % par rapport à février, pour atteindre 3 087 500 personnes. En glissement annuel, il a progressé de 2,2 %.

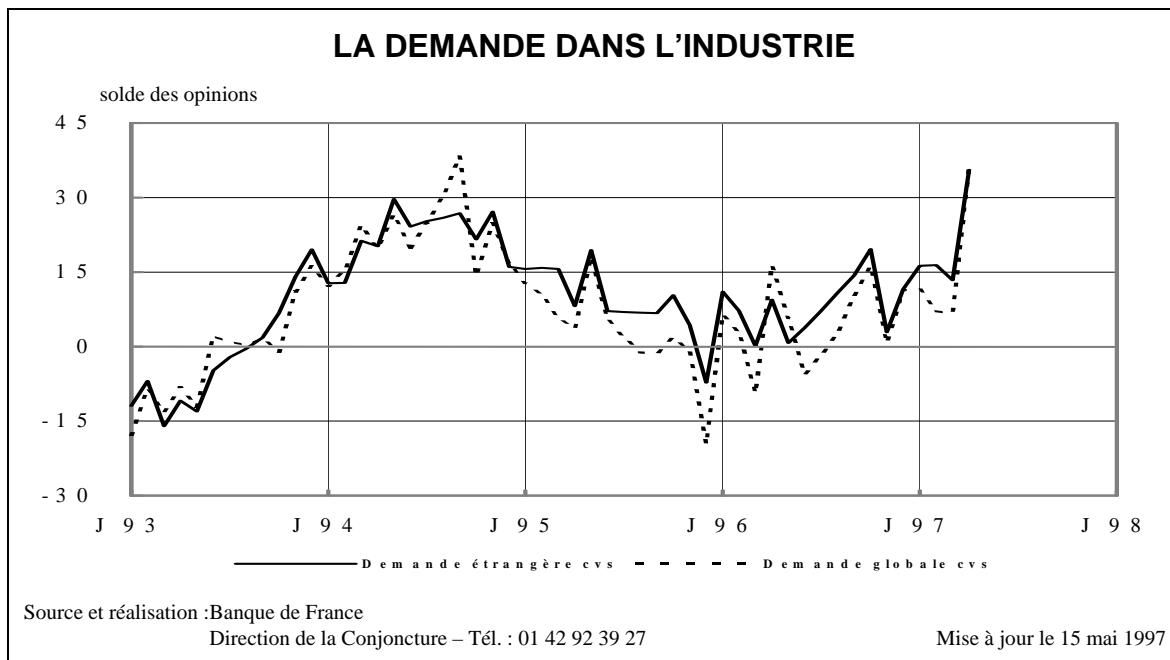
Le taux de chômage, au sens du BIT, est resté stable, à 12,8 % de la population active. En un an, il a progressé de 0,5 point.

En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a marqué de notables progrès. La production a augmenté dans l'ensemble des secteurs, en particulier dans celui des biens intermédiaires.

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

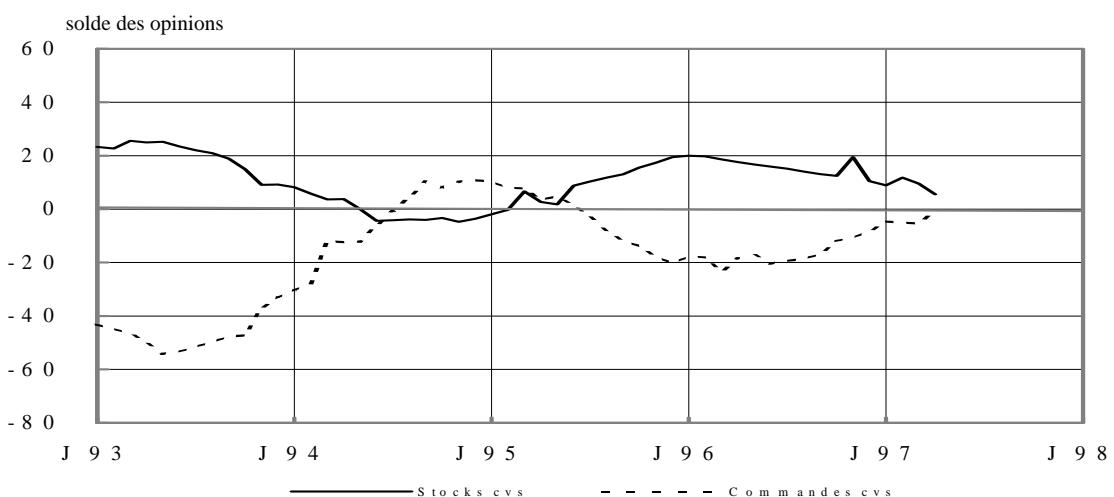


En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, l'*activité industrielle* a marqué de notables progrès. La production a augmenté dans l'ensemble des secteurs et, en particulier, dans les biens intermédiaires.



La *demande globale* a été soutenue. Les commandes étrangères, stimulées par la hausse du dollar et de la livre sterling, sont restées vigoureuses tandis que le marché intérieur témoignait d'une meilleure animation.

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



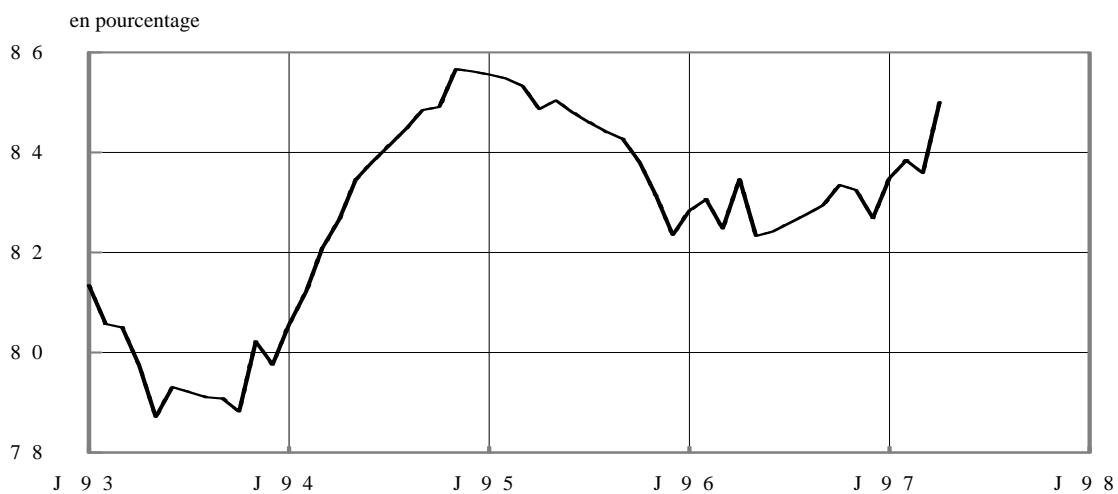
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1997

Les carnets de commandes se sont étoffés dans tous les secteurs ; ils apparaissent normaux dans l'ensemble et même supérieurs à la normale dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation. Les stocks se sont allégés et sont jugés très proches du niveau désiré.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de se développer ; un recul est toutefois attendu dans l'automobile.

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



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1997

Le taux d'utilisation des capacités de production s'est redressé.

## LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)

solde des opinions



Source et réalisation :Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 mai 1997

Les prix des matières premières ont augmenté, particulièrement dans les industries agro-alimentaires et dans certains secteurs des biens intermédiaires (aluminium, cuivre, papier-carton). Ces hausses n'ont toutefois pas été repercutées, en raison de la vigueur de la concurrence, sur les *prix des produits finis* qui sont restés stables dans l'ensemble ; seuls les produits alimentaires ont renchéri.

Les chefs d'entreprise restent prudents en matière d'*investissement*. Ils privilégient toujours la modernisation des équipements, financée, le plus souvent, sur ressources propres.

L'*activité commerciale*, qui avait progressé le mois précédent, s'est stabilisée en avril.

Les *effectifs* n'ont guère varié dans l'industrie sauf dans l'automobile où ils se sont de nouveau contractés. Ils sont restés stables dans le bâtiment, le commerce et les services marchands. Face au redressement de l'activité, les chefs d'entreprise ont favorisé les accords de modulation d'horaires et ont accru leur recours à des personnels intérimaires.

## 4.2.La balance des paiements en février 1997

En février 1997, l'excédent du compte de transactions courantes ressort à 10,4 milliards de francs en données brutes, contre 33,7 milliards un mois plus tôt.

Ce résultat est dû aux excédents des biens (10 milliards de francs, contre 6,7 milliards en janvier), des services (2 milliards de francs, contre 5,3 milliards) et des revenus (6,1 milliards de francs, après 8 milliards en janvier), notamment ceux concernant les investissements directs, tandis qu'à l'inverse les transferts courants (- 7,6 milliards de francs, contre + 13,7 milliards en janvier), renouent avec leur tendance déficitaire. Sur les deux premiers mois, la très forte progression de l'excédent des transactions courantes (44,1 milliards de francs en données brutes, au lieu de 27,4 milliards sur la période correspondante de 1996) provient d'une hausse de 3,7 % des recettes de biens et services, les dépenses restant stables.

L'excédent des transactions courantes trouve sa contrepartie dans des placements nets à l'étranger, à hauteur de 4,1 milliards de francs, compte tenu d'erreurs et omissions nettes de - 8,2 milliards. Le compte financier enregistre ainsi :

- en investissements de portefeuille, la poursuite des achats de titres étrangers par les résidents pour 24 milliards de francs, qui l'emportent sur les acquisitions de titres français par les non-résidents pour 16,1 milliards, dans le prolongement du mouvement de janvier, notamment pour les valeurs du Trésor ;
- des investissements directs à l'étranger pour 5,4 milliards de francs et des investissements étrangers en France pour 0,4 milliard ;
- à l'inverse, des entrées de 13,9 milliards de francs en « Autres investissements » au titre des secteurs autres que les banques, ces dernières ayant déclaré, au contraire, des placements nets à l'étranger à hauteur de 23 milliards.

### AVERTISSEMENT

*À compter des résultats du mois de janvier 1997, et en conformité avec les engagements européens, les chiffres — analysés au 4.2.1.1. — du commerce extérieur de marchandises de la France publiés par la direction générale des Douanes et Droits indirects incluent les départements d'outre-mer (DOM) dans le périmètre économique de la France, comme c'est le cas pour la balance des paiements depuis 1945. Ils ne couvriront donc pas les échanges de la France avec ceux-ci, et tiendront compte en contrepartie des opérations des DOM avec le reste du monde, dont continueront à faire partie les territoires d'outre-mer (TOM).*

*Ainsi, la balance des paiements exclura, pour les besoins des autorités européennes, les TOM du périmètre économique de la France, mais les maintiendra dans les données adressées chaque trimestre au FMI.*

*Par ailleurs, à compter de cette année, et dans la continuité des modifications intervenues en 1995 et 1996, la présentation de la balance des paiements sera définitivement conforme aux recommandations internationales du 5<sup>e</sup> Manuel du FMI. Outre certains reclassements au sein du compte de transactions courantes, il faut surtout souligner l'introduction des bénéfices réinvestis et le report dans le compte de capital de flux relatifs à des aides à l'investissement, précédemment inscrits dans les transferts courants.*

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Méthodologie au 1<sup>er</sup> janvier 1997 (a)**

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1996 (b)	Année 1995 (b)	Novembre 1996 (b)	Décembre 1996 (b)	Janvier 1997 (d)	Février 1997 (d)	2 mois 1996 (b)	2 mois 1997 (d)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>104 984</b>	<b>54 494</b>	<b>3 313</b>	<b>13 954</b>	<b>33 709</b>	<b>10 422</b>	<b>27 415</b>	<b>44 131</b>
<i>Biens</i> .....	76 515	54 922	4 749	10 118	6 654	9 975	6 313	16 629
<i>Services</i> .....	77 281	71 564	5 989	9 332	5 310	1 996	5 085	7 306
<i>Autres biens et services</i> .....	5 965	17 909	533	566	0	0	1 044	0
<i>Total « Biens et services »</i> .....	159 761	144 395	11 271	20 016	11 964	11 971	12 442	23 935
<i>Revenus</i> .....	-10 019	-40 954	-1 707	1 021	8 011	6 091	491	14 102
<i>Transferts courants</i> .....	-44 758	-48 947	-6 251	-7 083	13 734	-7 640	14 482	6 094
<b>COMPTE DE CAPITAL</b> .....	<b>6 295</b>	<b>2 634</b>	<b>419</b>	<b>292</b>	<b>962</b>	<b>1 868</b>	<b>2 040</b>	<b>2 830</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b> .....	<b>-115 872</b>	<b>-40 381</b>	<b>4 022</b>	<b>-27 452</b>	<b>-46 489</b>	<b>-4 084</b>	<b>-10 285</b>	<b>-50 573</b>
<i>Investissements directs</i> .....	-43 275	39 527	-6 351	-10 367	5 687	-5 795	5 395	-108
– Français à l'étranger.....	-155 615	-78 645	-10 496	-30 303	-2 200	-5 360	-18 121	-7 560
– Étrangers en France.....	112 340	118 172	4 145	19 936	7 887	-435	23 516	7 452
<i>Investissements de portefeuille</i> .....	-308 995	31 192	-35 861	-23 740	-18 897	-7 895	-81 745	-26 792
– Avoirs.....	-231 414	-33 133	-27 395	-21 025	-32 471	-24 005	-39 262	-56 476
– Engagements.....	-77 581	64 325	-8 466	-2 715	13 574	16 110	-42 483	29 684
<i>Autres investissements</i> .....	237 627	-107 452	46 520	6 672	-30 237	13 855	66 187	-16 382
– Avoirs.....	136 858	-205 928	13 372	80 529	-86 561	61 851	-32 784	-24 710
– Engagements.....	100 769	98 476	33 148	-73 857	56 324	-47 996	98 971	8 328
<i>Avoirs de réserve</i> .....	-1 229	-3 648	-286	-17	-3 042	-4 249	-122	-7 291
<b>ERREURS ET OMISSIONS NETTES</b> .....	<b>4 593</b>	<b>-16 747</b>	<b>-7 754</b>	<b>13 206</b>	<b>11 818</b>	<b>-8 206</b>	<b>-19 170</b>	<b>3 612</b>

(a) Cf. présentation des changements méthodologiques dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 40 (avril 1997)

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

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 6 mai 1997

#### 4.2.1. Les transactions courantes

Après un mois de janvier dont les résultats ont été influencés, comme pour la période correspondante de 1996, par l'importance des concours européens, l'excédent du mois de février (+ 10,4 milliards de francs en données brutes et + 19,2 milliards en données cvs) se situe à un niveau relativement élevé. Toutefois, contrairement aux mois antérieurs, dont les surplus étaient imputables au commerce et aux services, ce sont les échanges de revenus qui ont permis, en février, de dégager une forte contribution au solde des transactions courantes.

En cumul sur les deux premiers mois de l'année, le solde des transactions courantes atteint + 44,1 milliards de francs, contre + 27,4 milliards sur la période correspondante de 1996 (+ 40,4 milliards en données cvs, contre + 23,8 milliards en 1996).

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Compte de transactions courantes et compte de capital**  
**Méthodologie au 1<sup>er</sup> janvier 1997**

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Janvier 1997 (b)	Février 1997 (b)	2 mois 1996 (a)	2 mois 1997 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES.....</b>	104 984	33 709	10 422	27 415	44 131
<b>Biens.....</b>	<b>76 515</b>	<b>6 654</b>	<b>9 975</b>	<b>6 313</b>	<b>16 629</b>
<i>Marchandises générales.....</i>	65 853	5 733	9 537	4 051	15 270
<i>Services.....</i>	<b>77 281</b>	<b>5 310</b>	<b>1 996</b>	<b>5 085</b>	<b>7 306</b>
<i>Transports .....</i>	- 2 306	- 389	- 345	- 1 806	- 734
– Transports maritimes.....	- 6 082	- 602	- 499	- 1 104	- 1 101
– Transports aériens .....	- 1 811	- 2	- 273	- 852	- 275
– Autres .....	5 587	215	427	150	642
<i>Voyages .....</i>	54 287	3 645	3 171	6 034	6 816
<i>Autres services aux entreprises.....</i>	21 216	2 878	- 1 260	1 091	1 618
<i>Services personnels, culturels et récréatifs .....</i>	- 2 139	- 380	- 93	- 563	- 473
<i>Autres biens et services.....</i>	<b>5 965</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1 044</b>	<b>0</b>
<b>Total « Biens et services ».....</b>	<b>159 761</b>	<b>11 964</b>	<b>11 971</b>	<b>12 442</b>	<b>23 935</b>
<b>Revenus .....</b>	<b>- 10 019</b>	<b>8 011</b>	<b>6 091</b>	<b>491</b>	<b>14 102</b>
<b>Transferts courants.....</b>	<b>- 44 758</b>	<b>13 734</b>	<b>- 7 640</b>	<b>14 482</b>	<b>6 094</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques.....</i>	- 40 301	14 144	- 7 213	14 542	6 931
<b>COMPTE DE CAPITAL.....</b>	6 295	962	1 868	2 040	2 830
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers .....</i>	- 94	45	- 12	- 44	33

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Janvier 1997 (b)	Février 1997 (b)	2 mois 1996 (a)	2 mois 1997 (b)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES.....</b>	105 035	21 004	19 225	23 767	40 229
<b>Biens.....</b>	<b>78 048</b>	<b>10 482</b>	<b>10 117</b>	<b>10 217</b>	<b>20 599</b>
<i>Marchandises générales .....</i>	67 513	9 951	9 461	8 217	19 412
<i>Services.....</i>	<b>77 006</b>	<b>7 857</b>	<b>5 756</b>	<b>11 269</b>	<b>13 613</b>
<i>Transports maritimes .....</i>	- 6 027	- 499	- 476	- 968	- 975
<i>Transports aériens .....</i>	- 1 838	209	- 81	- 515	128
<i>Voyages .....</i>	54 187	5 150	4 449	8 598	9 599
<i>Autres services aux entreprises.....</i>	21 021	2 534	782	3 040	3 316
<i>Revenus .....</i>	<b>- 9 250</b>	<b>5 397</b>	<b>10 813</b>	<b>355</b>	<b>16 210</b>
<b>Transferts courants (envois de fonds des travailleurs).....</b>	<b>- 45 532</b>	<b>5 626</b>	<b>- 4 752</b>	<b>7 875</b>	<b>874</b>

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 6 mai 1997

#### **4.2.1.1. Évolutions du commerce extérieur de marchandises**

(source Douanes)

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

Le solde douanier FAB-FAB cvs s'établit en février à 11,4 milliards de francs, avec une nette reprise des exportations (+ 3,5 %), qui permet de compenser la croissance des importations (+ 4,1 %).

En cumul sur les deux premiers mois de l'année, l'excédent commercial s'élève à plus du double de celui enregistré en 1996 (23,1 milliards de francs, contre 11,7 milliards).

Sur les douze mois arrêtés à fin février 1997, le solde cumulé enregistre une nette progression par rapport à la période correspondante à fin février 1996 (103,4 milliards de francs, contre 66,7 milliards).

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

Les faits les plus marquants sont les suivants.

– Sur l'*Union européenne*, bien qu'en léger retrait d'un mois à l'autre, à 7 milliards de francs, l'excédent reste à un niveau très supérieur à la moyenne des douze derniers mois (3,5 milliards).

– Les échanges avec l'*Allemagne* dégagent un solde légèrement positif, de 0,3 milliard de francs, après + 0,8 milliard en janvier. Les excédents vis-à-vis de l'*Espagne* et de l'*Italie* sont orientés à la baisse (respectivement + 2,2 milliards et équilibre, après + 2,6 milliards et + 0,7 milliard). Celui enregistré avec le *Royaume-Uni* progresse (+ 3,2 milliards de francs après + 2,8 milliards), en raison d'un nouvel accroissement des exportations, concernant notamment le secteur automobile.

– Vis-à-vis des *autres pays de l'OCDE* (- 2,3 milliards de francs), l'accentuation du déficit recouvre des mouvements contrastés. Le creusement du solde négatif vis-à-vis des *États-Unis* (lié notamment à des importations du secteur aéronautique) est partiellement compensé par une résorption du déséquilibre à l'égard du *Japon*.

– À + 2,1 milliards de francs, le solde des échanges avec les *pays d'Asie à développement rapide* résulte d'exportations en forte progression d'un mois à l'autre (+ 47 %), largement imputables à des livraisons aéronautiques. Ces recettes exceptionnelles mises à part, les exportations s'accroissent de 8,5 % sur la zone.

– Le repli à + 0,4 milliard de francs de l'excédent à l'égard des *pays du Moyen-Orient*, après + 1,3 milliard en janvier, est expliqué par des opérations exceptionnelles enregistrées au cours du mois précédent.

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

Il faut retenir essentiellement les variations suivantes.

– L'*excédent industriel* (y compris le matériel militaire) s'établit à 10,2 milliards de francs, après + 11 milliards en janvier. Il s'élève ainsi au double du solde moyen observé sur les douze derniers mois. Sur les deux premiers mois de l'année, l'excédent industriel s'élève ainsi à 21,4 milliards de francs, contre + 5,4 milliards en 1996, sous l'effet d'une progression plus rapide des exportations (+ 6,9 %) que des importations (+ 2,3 %).

– À + 5,4 milliards de francs, le solde *agro-alimentaire* réalise son meilleur résultat depuis 1992. Les *produits bruts* dégagent un excédent en croissance par rapport à janvier 1997 (+ 2,4 milliards de francs, après + 2 milliards). Les secteurs viticole et sucrier ont le plus contribué à la croissance des recettes, alors que les céréales enregistrent un repli à l'exportation. Les échanges de *produits transformés* dégagent un excédent en progression (2,9 milliards de francs, après + 2,5 milliards), en raison d'une nette augmentation des exportations.

– Le *déficit énergétique*, à - 8,5 milliards de francs, après - 7,8 milliards en janvier, se creuse dans un contexte de prix élevés des produits pétroliers et d'un taux de change dollar/franc élevé.

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

##### *Les biens (en données cvs)*

L'excédent s'élève à 10,1 milliards de francs, après + 10,4 milliards en janvier. Sur les deux premiers mois de l'année, le cumul du solde est ainsi porté à + 20,5 milliards de francs, contre + 10,2 milliards en 1996, en raison de la forte progression des échanges de marchandises, qui permet d'absorber le recul du solde du *travail à façon et réparations* (à l'équilibre, contre un excédent de 0,7 milliard sur les deux premiers mois de 1996).

##### *Les services (en données cvs)*

Les services dégagent en février un excédent en recul par rapport à celui du mois précédent (5,8 milliards de francs, contre 7,9 milliards en janvier).

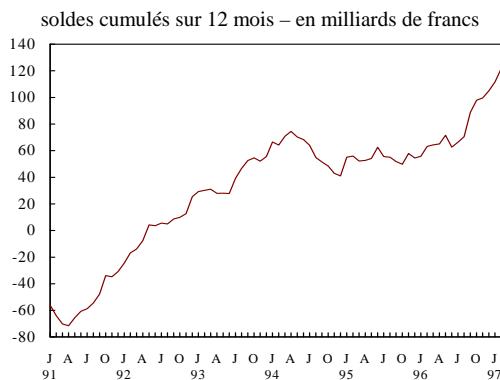
Le solde du *négoce* se replie de + 2,1 milliards de francs à + 0,6 milliard, en raison principalement des résultats dans le secteur des hydrocarbures. Toutefois, sur les deux premiers mois de l'année, le solde cumulé s'élève à + 2,7 milliards de francs, contre + 2,1 milliards sur la période correspondante de 1996.

Par ailleurs, les *voyages* ont dégagé en février un solde en contraction, à + 4,5 milliards de francs (contre + 5,1 milliards en janvier), par suite d'une progression des dépenses de 2,0 %, et d'une contraction des recettes de 4,3 %. Le cumul sur les deux premiers mois de l'année affiche cependant une légère augmentation du solde (+ 9,6 milliards de francs, contre + 8,6 milliards en 1996).

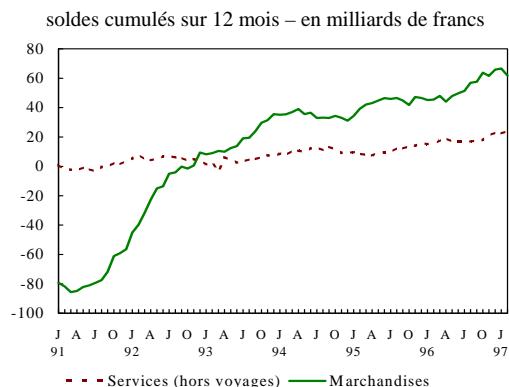
## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

### Méthodologie au 1<sup>er</sup> janvier 1997

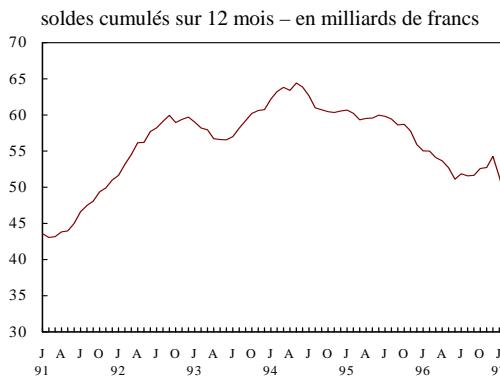
#### Transactions courantes



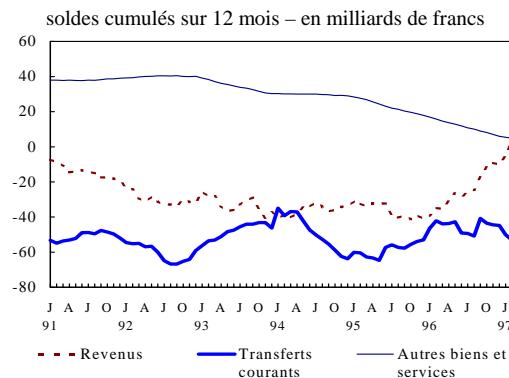
#### Marchandises et services (hors voyages)



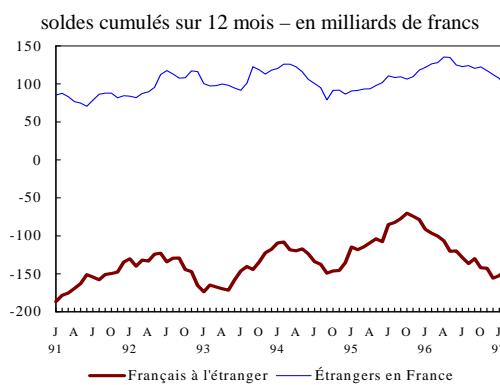
#### Voyages



#### Autres lignes des transactions courantes



#### Investissements directs (a)



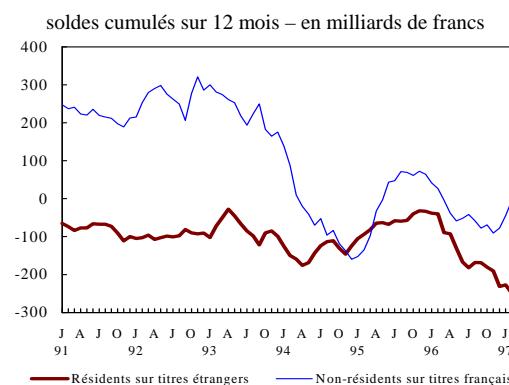
(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 6 mai 1997

#### Investissements de portefeuille (a)



### *Les revenus (en données cvs)*

Le solde des échanges de *revenus* s'inscrit en net accroissement à + 10,8 milliards de francs, contre + 5,4 milliards en janvier. Hormis la rémunération des salariés, dont la contribution est stable d'un mois à l'autre, l'amélioration provient des *revenus des investissements*, en forte amélioration, à + 10,1 milliards de francs, après + 4,4 milliards en janvier. De fortes recettes enregistrées par les *revenus des investissements directs* et liées à plusieurs opérations de grande ampleur expliquent ces résultats, qui contribuent à un solde cumulé sur les deux premiers mois, de + 20,4 milliards de francs en 1997, contre + 5,8 milliards en 1996.

Par ailleurs, les *revenus des investissements de portefeuille* enregistrent un déficit en sensible résorption, de 0,5 milliard de francs contre 1 milliard en janvier, sous l'effet d'un coupon couru légèrement positif à + 0,3 milliard, contre un coupon calculé à - 0,2 milliard en janvier. Le déficit revient ainsi sur les deux premiers mois de 6,2 milliards de francs à 1,4 milliard.

### *Les transferts courants (en données brutes)*

Après un mois de janvier exceptionnel, à l'instar des trois précédents exercices, en raison du versement des concours européens, le mois de février retrouve un déficit traditionnel, 4,7 milliards de francs. Les transferts avec l'Union européenne dégagent des recettes, 4,1 milliards de francs, et le total des décaissements atteint 8,6 milliards.

## **4.2.2. Le compte de capital**

### (en données brutes)

Les transferts en capital dégagent, en février, un solde de + 1,9 milliard de francs, lié en particulier à des concours structurels d'origine européenne destinés à la consolidation d'investissements en infrastructure.

## **4.2.3. Le compte financier**

En février 1997, les flux financiers se sont traduits par des sorties nettes de 4,1 milliards de francs. Les avoirs de réserve ont progressé de 4,2 milliards de francs.

### ***Investissements directs***

Les *investissements directs* (y compris les bénéfices réinvestis) ont enregistré des sorties nettes de 5,8 milliards de francs. Les flux nets d'*investissements directs français à l'étranger* se sont soldés par des sorties à hauteur de 5,4 milliards de francs, principalement au titre des apports en capital.

Le solde des flux d'*investissements directs étrangers en France* a été faiblement négatif (de 0,4 milliard de francs), sous l'effet de remboursements nets (à hauteur de 1,3 milliard) au titre des opérations de prêts et placements entre affiliés, le rythme des apports en capital à l'étranger demeurant par ailleurs peu soutenu.

### ***Investissements de portefeuille***

Les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine de sorties de 7,9 milliards de francs.

Les résidents ont acquis pour 24 milliards de francs de titres étrangers, essentiellement des obligations et titres assimilés pour 21,3 milliards (dont deux tiers de titres libellés en francs).

De leur côté, les non-résidents ont acquis pour 16,1 milliards de francs de titres français. Les achats ont porté principalement sur les actions (pour 12 milliards) et, dans une moindre mesure, sur les bons du Trésor à plus d'un an (pour 7 milliards). Les cessions nettes d'OAT, à hauteur de 3,5 milliards de francs, ont été compensées par des achats nets d'un montant équivalent portant sur les autres obligations françaises.

Les titres du marché monétaire ont fait l'objet de ventes nettes s'élevant à 3,2 milliards de francs.

### ***Autres investissements***

Les *autres investissements* ont suscité des entrées nettes de 13,9 milliards de francs en février 1997, sous l'effet d'une diminution des avoirs de 61,9 milliards et d'une contraction des engagements de 48 milliards.

L'analyse par secteur montre que ces entrées nettes s'expliquent essentiellement par les rapatriements de fonds des secteurs autres que les banques (c'est-à-dire en majorité des OPCVM), pour un montant de 34,6 milliards de francs. En sens inverse, le secteur bancaire a contribué à des sorties nettes de capitaux, pour 23,2 milliards de francs.

### ***Avoirs de réserve***

Les avoirs de réserve bruts ont augmenté en février de 4,2 milliards de francs, après une hausse de 3 milliards en janvier.

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

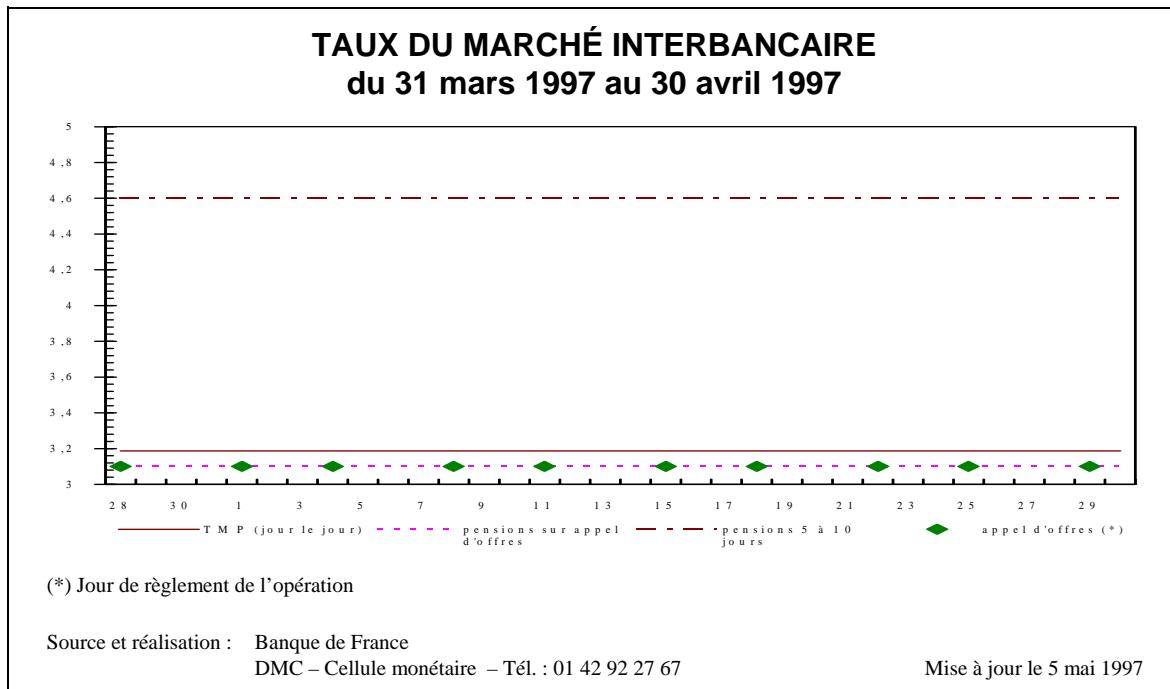
## 5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois d'avril, les taux à court terme ont enregistré une inflexion à la hausse sous l'influence des événements de politique intérieure. Les taux longs, objets de mouvements contrastés, ont, en revanche, marqué une légère détente d'une fin de mois à l'autre.

Relativement stables au cours de la première quinzaine, les taux courts ont enregistré, à compter du 16 avril 1997, une hausse sur l'ensemble des échéances. L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, le 21 avril, a été à l'origine de ce mouvement temporaire qui s'est accompagné d'un net regain de volatilité des taux.

Après une brève phase de hausse dans le prolongement de la tendance observée au mois de mars, les rendements obligataires à long terme se sont orientés à la baisse, sous l'influence de la reprise du marché obligataire américain provoquée par la publication de statistiques reflétant une activité soutenue sans tensions inflationnistes. Ils n'ont, en revanche, guère été affectés par les légères tensions enregistrées sur le compartiment à court terme.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour s'est maintenu au cours du mois sous revue dans une fourchette de 3 1/8 % et 3 1/4 %.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 mars-15 avril se sont élevées à 19,7 milliards de francs (dont 14,3 milliards sous forme de billets), pour une moyenne théorique de 19,1 milliards.

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

(en milliards de francs)

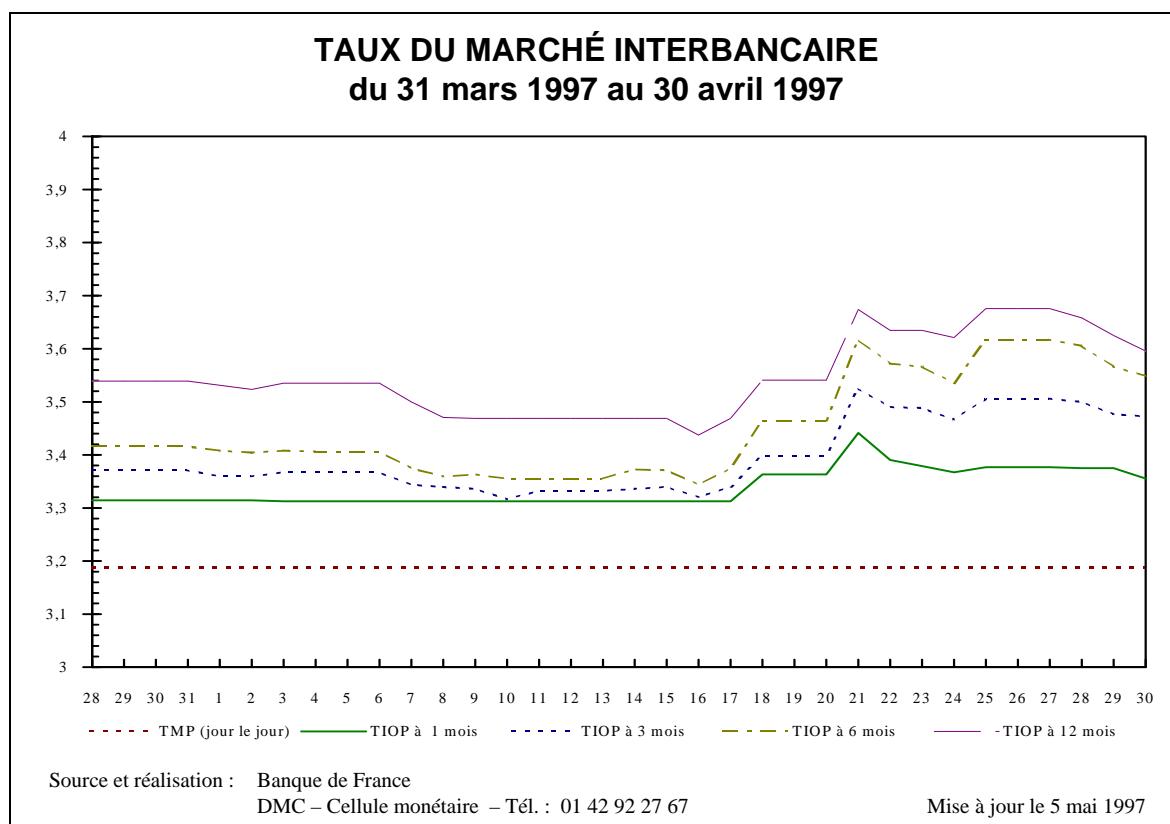
	Mars 1997	Avril 1997	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	- 248,2	- 249,1	- 0,8
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	- 5,2	- 4,6	0,5
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	129,8	139,0	9,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU	8,1	9,0	0,9
AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	- 0,1	1,4	1,4
DIVERS .....			
<b>TOTAL .....</b>	<b>- 115,6</b>	<b>- 104,3</b>	<b>11,3</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT	84,6	76,7	- 7,9
– Opérations sur appels d'offres .....			
– Autres pensions .....	16,9	16,6	- 0,3
– Bons du Trésor achetés ferme .....	14,3	12,5	- 1,7
– Opérations d'escompte net .....	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	- 0,2	- 1,5	- 1,3
<b>TOTAL .....</b>	<b>115,6</b>	<b>104,3</b>	<b>- 11,3</b>

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

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

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



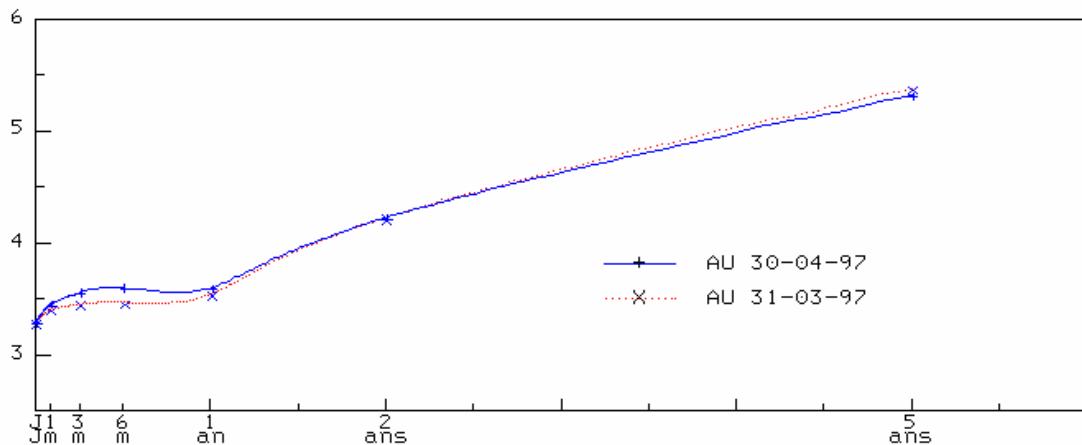
Après une première décade marquée par une relative stabilité voire par une tendance légèrement baissière, les rendements à court terme se sont inscrits en hausse à compter du 15 avril, sous l'influence des incertitudes entourant la perspective d'élections législatives anticipées, après l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale le 21 avril.

Cette tension, qui s'est apaisée en fin de mois, est allée de pair avec un net regain de volatilité des taux et une légère accentuation de la pente de la courbe des rendements sur le segment des échéances comprises entre 3 mois et 6 mois.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 mars 1997	30 avril 1997	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,3145	3,3555	0,0410
TIOP à 3 mois.....	3,3711	3,4727	0,1016
TIOP à 6 mois.....	3,4160	3,5488	0,1328
TIOP à 1 an.....	3,5391	3,5957	0,0566
Taux à 2 ans.....	4,2200	4,2200	0,0000
Taux à 5 ans.....	5,3800	5,3200	- 0,0600

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ

### Taux actuariels

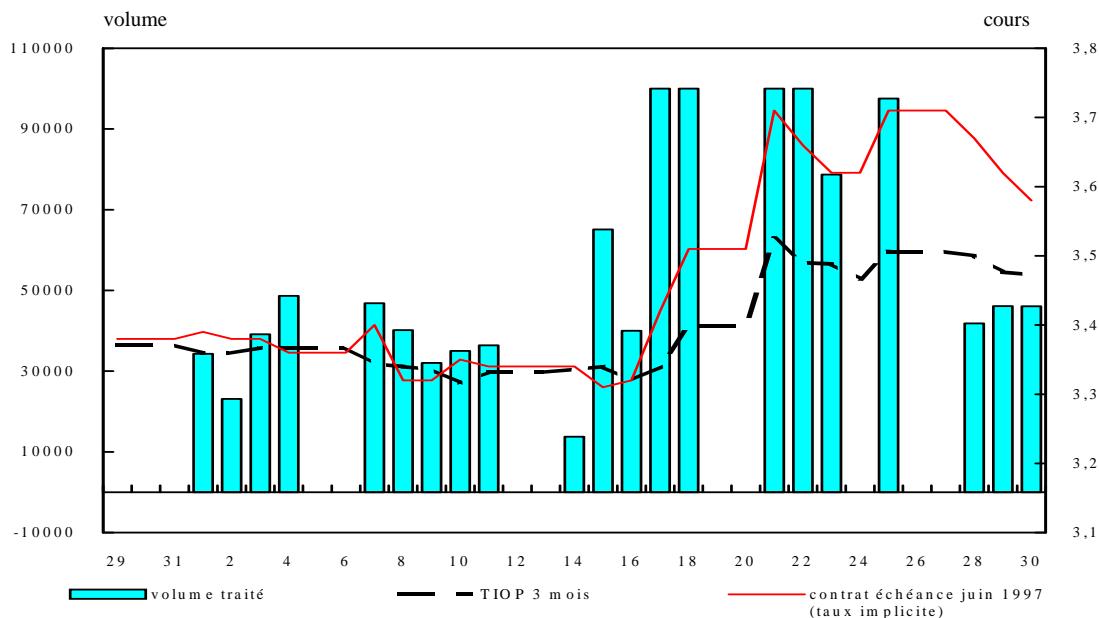


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

Sur le Matif, les taux implicites du contrat Pibor ont évolué de façon globalement parallèle aux taux du comptant, amplifiant cependant, à compter du 15 avril, le mouvement de hausse particulièrement sur l'échéance à 3 mois. Au 30 avril, la prime des taux futurs sur les taux au comptant s'établissait à 18 points de base sur l'échéance juin et à 3 points de base sur l'échéance de septembre.

## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 mars 1997 au 30 avril 1997



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### **Adjudications**

Au cours du mois d'avril, le Trésor a procédé à l'adjudication de 91,3 milliards de bons à taux fixe en francs (dont 67,3 milliards de francs de BTF et 24 milliards de francs de BTAN).

L'encours total de bons en francs s'élevait, le 30 avril, à 1 093,2 milliards de francs, en légère augmentation par rapport à celui observé à la fin du mois précédent (1 040,2 milliards). Le montant des bons en écus est resté constant à 7,2 milliards d'écus.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES								
Date (a)	Catégorie (b)	Durée (c)	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)	Taux actuairel annuel moyen (f)	Taux interbancaire (f)
					(d)			
7 avril 1997	BTF	13 sem.	44 420	10 102	88	3,13	3,14	3,22
7 avril 1997	BTF	46 sem.	19 750	3 263	252	3,30	3,31	3,35
14 avril 1997	BTF	13 sem.	41 300	14 211	1 206	3,15	3,15	3,23
14 avril 1997	BTF	28 sem.	23 750	5 608	605	3,19	3,19	3,26
17 avril 1997	BTAN 4,75 %	2 ans	35 500	12 935	0	102,00	101,98	3,67
17 avril 1997	BTAN 4,75 %	5 ans	30 650	11 060	0	100,08	100,04	4,73
21 avril 1997	BTF	13 sem.	27 775	13 186	1 173	3,33	3,35	3,43
21 avril 1997	BTF	44 sem.	8 500	3 013	6	3,47	3,50	3,55
28 avril 1997	BTF	13 sem.	39 500	11 376	1 370	3,32	3,33	3,41
28 avril 1997	BTF	26 sem.	15 750	6 522	518	3,33	3,38	3,45

(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 ou en millions d'écus pour les bons émis en écus  
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)  
(e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté.  
(f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

Source : Banque de France  
DST – Tél. : 01 42 92 55 99  
Réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

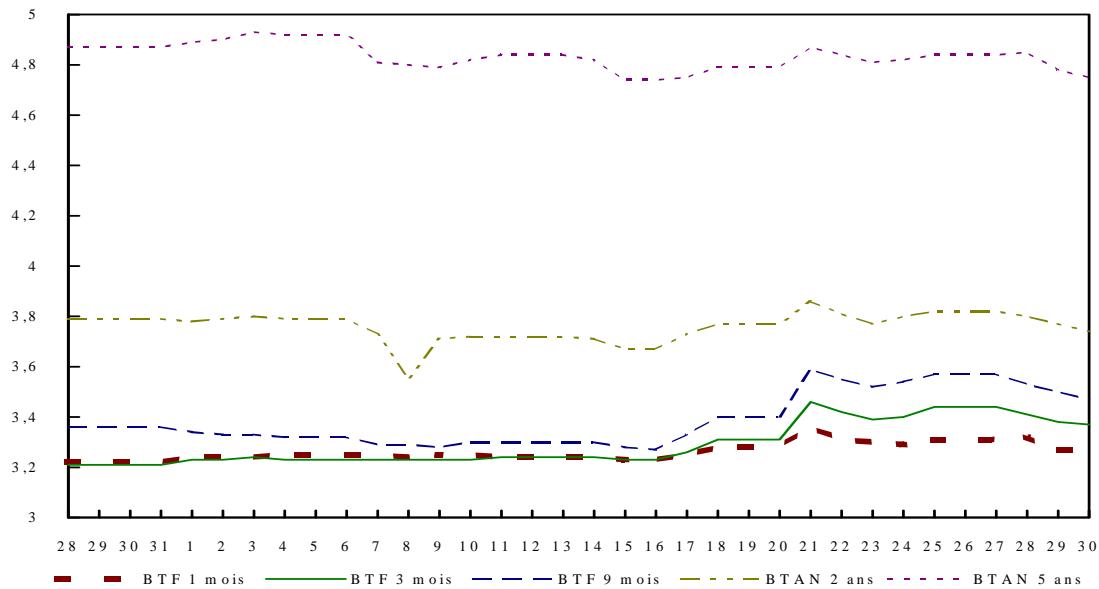
Entre les dernières adjudications de mars et d'avril, les taux à l'émission sur les BTF 13 semaines ont progressé de 21 points de base. En revanche, les taux sur les BTF 28 semaines se sont repliés de 6 points de base.

S'agissant des BTAN 5 ans, les taux à l'émission ont diminué de 21 points de base entre l'adjudication du 17 avril et celle du 20 mars.

#### **Marché secondaire**

Le marché des bons du Trésor au mois d'avril a été marqué par la montée de l'incertitude politique ayant suivi l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale. Les conséquences de cette annonce sur le marché des bons du Trésor ont néanmoins été contrastées : si la partie la plus courte de la courbe des titres d'État (notamment les BTF de maturité 3 à 9 mois) a subi un décalage sensible de ses rendements à la hausse, le segment le plus long a, en revanche, bénéficié de la bonne orientation du marché obligataire et enregistré une légère détente des rendements à 2 ans et 5 ans, entraînant ainsi un relatif aplatissement du secteur inférieur à 5 ans des titres d'État.

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR**  
**du 31 mars 1997 au 30 avril 1997**



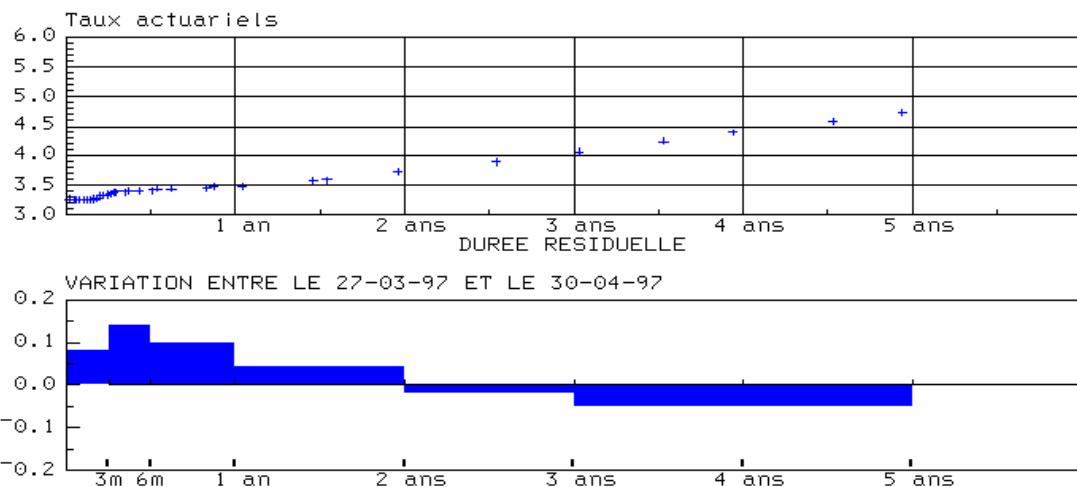
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

Les rendements des BTF ont absorbé la quasi-totalité du choc : si les maturités inférieures à 1 mois n'ont enregistré qu'une tension de 5 points de base, les rendements des BTF de 3 à 6 mois ont augmenté de 15 à 13 points de base, le décalage étant plus limité sur les BTF à 1 an : 7 points de base.

Sur les BTAN, la progression du segment long du marché obligataire français dans le sillage du marché américain a entraîné une légère détente, de l'ordre de 5 points de base, du rendement des BTAN 2 ans.

**BONS DU TRÉSOR**  
**TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE**  
**au 30 avril 1997**



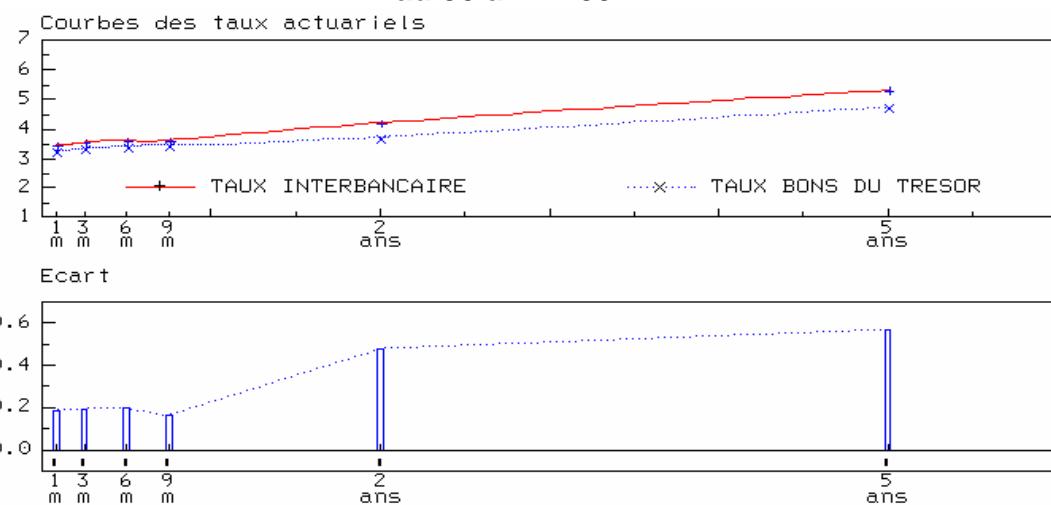
Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

En termes d'écart vis-à-vis des taux interbancaires, la tension sur le court terme ainsi que la remontée des volumes adjugés sur les BTF à 13 semaines ont permis de corriger la situation constatée le mois précédent. Les écarts sur les titres à moins de 1 an sont repassés en dessous de 20 points de base.

Les écarts taux interbancaires-titres d'État n'ont, en revanche, pas connu d'évolution significative au mois d'avril sur les maturités à 2 ans et 5 ans.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT**  
**MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR**  
**ET MARCHÉ INTERBANCAIRE**  
**au 30 avril 1997**

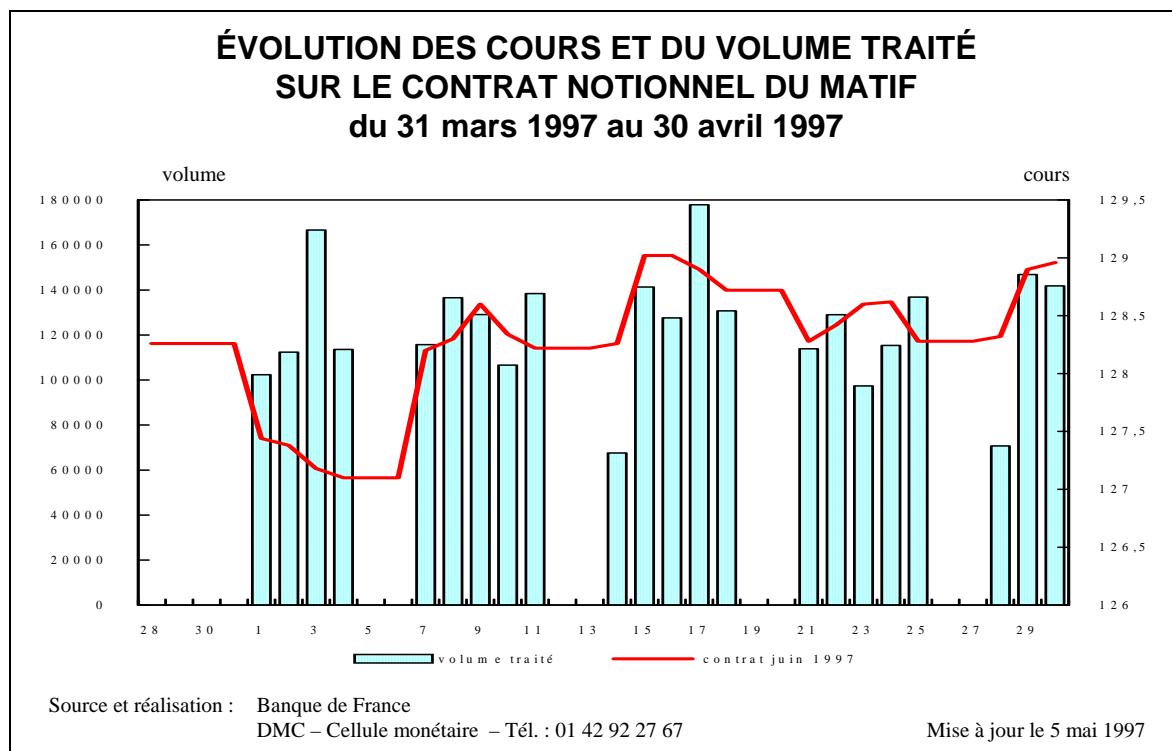
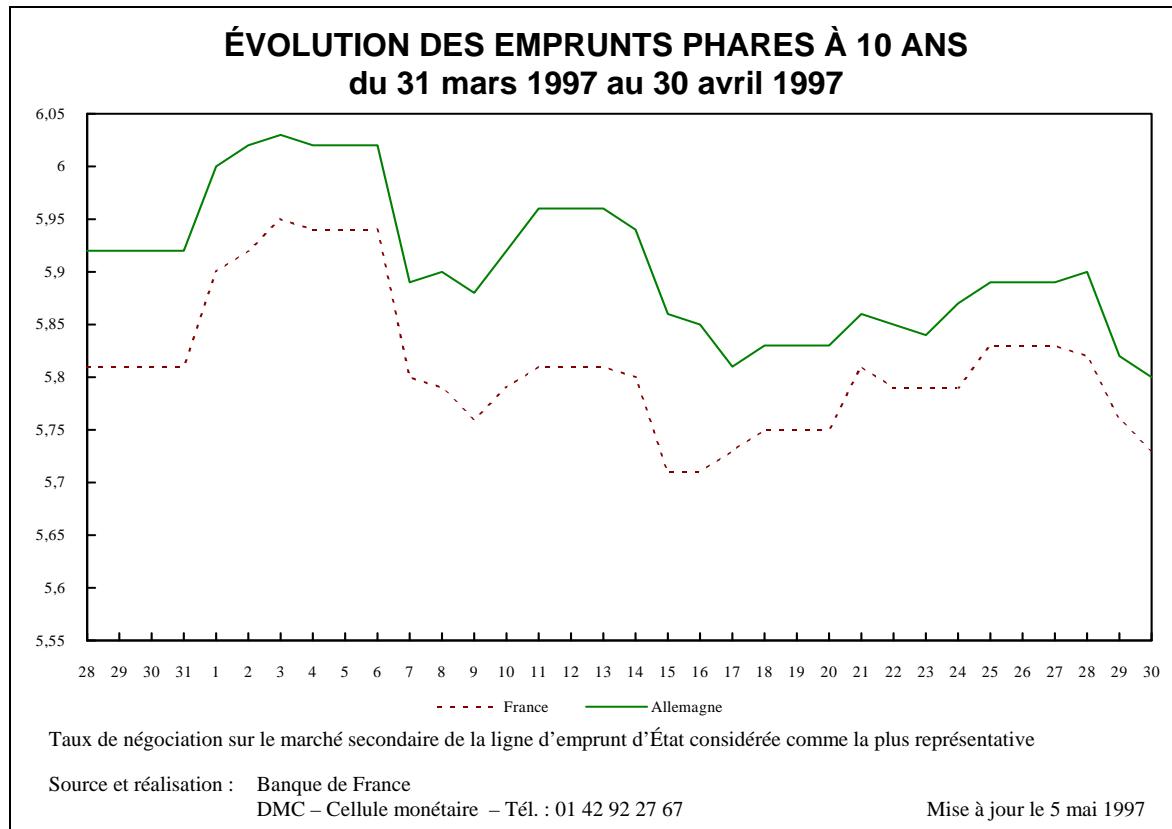


Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997

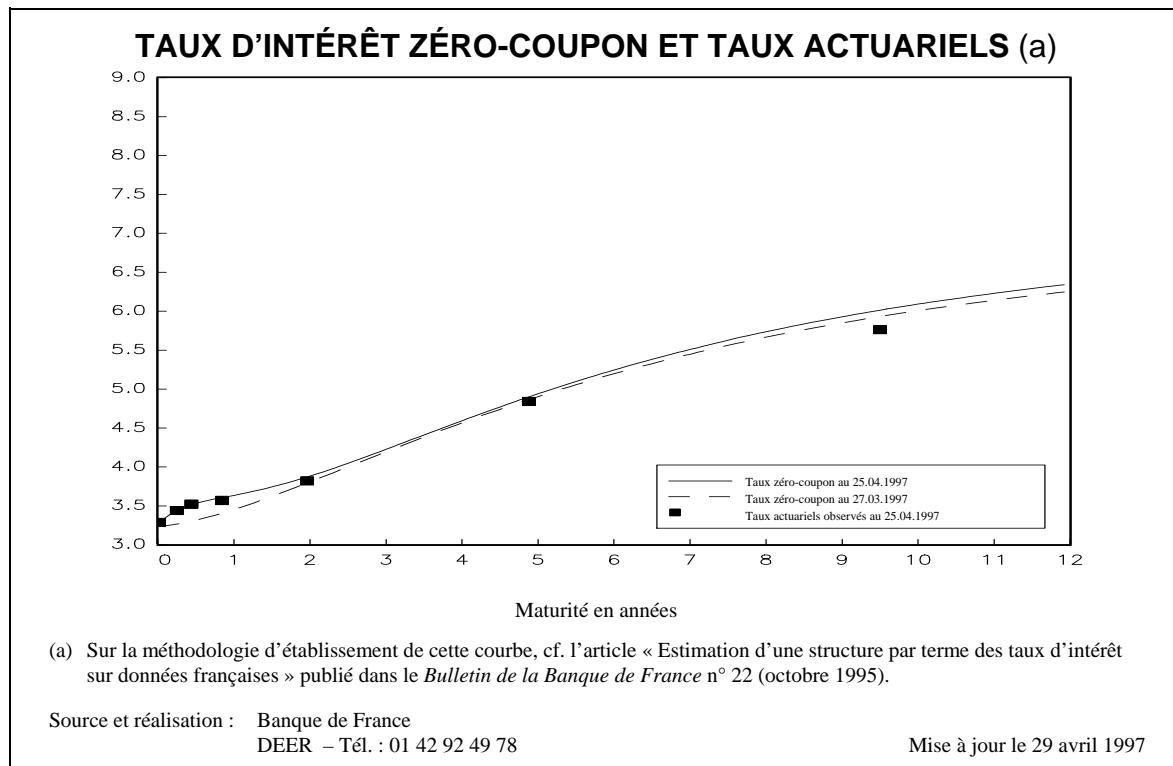
### 5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Après la dégradation du mois dernier, le marché obligataire français a connu une légère embellie au cours du mois d'avril, le rendement de l'OAT 10 ans passant de 5,85 % à 5,72 %.



Cette tendance a été impulsée par le marché obligataire américain, sur lequel la publication de statistiques favorables en termes d'inflation a permis d'infléchir les anticipations de nouvelles hausses des taux courts américains. Ce mouvement de détente des taux longs a cependant connu une évolution heurtée, contrariée à plusieurs reprises par la parution d'indices témoignant, quant à eux, de la vigueur de l'économie américaine et continuant de ce fait d'entretenir les craintes inflationnistes. En tendance, cependant, une légère atténuation des anticipations de hausse des taux américains a prévalu, entraînant à sa suite la plupart des marchés obligataires occidentaux.

L'amélioration du marché obligataire français a, toutefois, été quelque peu freinée par les pressions qui ont affecté les taux courts français à la suite de l'annonce des élections législatives anticipées.



Au total, les rendements des échéances 10 ans et 30 ans sur le marché secondaire au comptant se sont repliés de 13 points de base et 11 points de base respectivement, pour s'établir à la fin du mois d'avril à 5,72 % et 6,60 %.

La montée des incertitudes sur le marché français à la suite de l'annonce des élections législatives anticipées n'a pas affecté l'écart entre les marchés français et allemand sur l'échéance 10 ans : celui-ci est resté stable, passant de 7 à 6 points de base en faveur du marché français. En revanche, les écarts sur les échéances de plus court terme se sont sensiblement creusés : passage de 3 points de base en faveur du marché français à 5 points de base en faveur du marché allemand sur l'échéance 5 ans, et passage de 8 à 15 points de base en faveur du marché allemand sur l'échéance 2 ans.

La forme de la courbe des rendements est toutefois restée relativement constante, l'écart 2 ans-30 ans passant sur le mois de 294 points de base à 289 points de base.

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

(arrêtée au 12 mai)

Sur les premiers jours du mois de mai, les taux courts ont enregistré une évolution heurtée sous l'influence des sondages relatifs aux élections législatives ; les dernières estimations, accroissant les incertitudes quant au résultat du scrutin, ont induit une tension sur l'ensemble des échéances à compter du 5 mai. Le 12 mai néanmoins, la tendance s'inversait en faveur d'une nouvelle détente.

Répercutant le mouvement de baisse de leurs équivalents américains, les rendements longs ont poursuivi, au cours des tout premiers jours de mai, leur détente, pour s'établir à des niveaux inférieurs à ceux constatés fin avril pour les échéances supérieures à 2 ans.

## 5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 360,4 milliards de francs à la fin du mois d'avril, contre 1 359,4 milliards au mois de mars. Cette relative stabilité résulte d'une compensation entre les évolutions distinctes des différentes catégories de titres. L'encours des certificats de dépôt a progressé de 12,8 milliards de francs, pour atteindre un montant de 647,7 milliards, et l'encours des bons à moyen terme négociables a augmenté de 1,9 milliard. À l'inverse, l'encours des billets de trésorerie a reculé de 9,8 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières a marqué un fléchissement de 3,9 milliards.

En moyenne mensuelle, les taux à l'émission des titres émis à moins d'un an sont restés à des niveaux assez proches de ceux du mois précédent, mais ils se sont appréciés au cours de la dernière semaine de la période, en liaison avec l'évolution des taux du marché interbancaire.

Les taux de rémunération des bons à moyen terme négociables ont continué de s'apprécier, prolongeant la tendance observable au cours du mois passé.

Dans un contexte caractérisé par une hausse des taux d'intérêt à court terme et par une stabilité des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en avril a de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte principalement d'une diminution de près de 50 % de l'activité sur le marché de l'eurofranc, malgré les nouveaux emprunts du Royaume d'Espagne (4 milliards de francs) et de la République du Portugal (3 milliards de francs).

## 5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

### Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 647,7 milliards de francs le 25 avril, contre 634,9 milliards le 28 mars et 617,5 milliards le 28 février.

Les émissions réalisées au cours du mois d'avril ont atteint 305,7 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 335,7 milliards en mars et 344,2 milliards en février (respectivement 292,9 milliards, contre 318,3 milliards et 377,3 milliards pour les tombées).

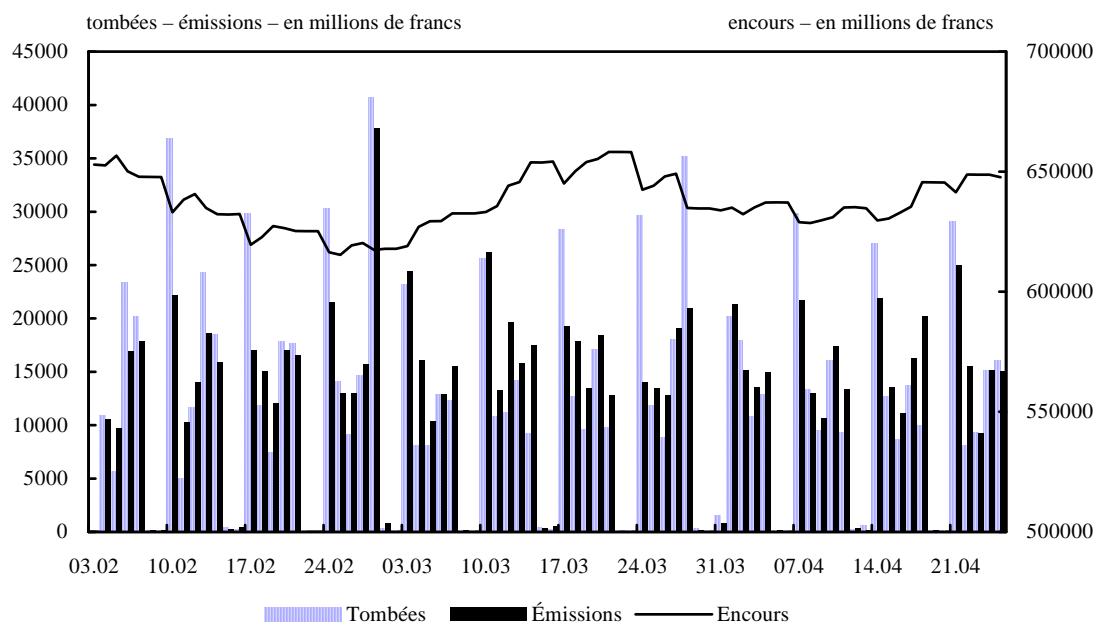
Quinze émetteurs ont augmenté leur encours au-delà de 1 milliard de francs au cours du mois d'avril. Les hausses les plus marquées concernent les établissements suivants : Abbey National Treasury Services Plc (3,6 milliards de francs), la Banque Paribas (3,2 milliards), la Caisse centrale de réescompte (2,8 milliards), la Société générale (2,7 milliards), la Caisse centrale des caisses d'épargne (2,3 milliards), Rabobank Nederland (2,2 milliards) et The Industrial Bank of Japan Ltd (2,1 milliards). À l'opposé, neuf émetteurs ont enregistré pendant cette période une décrue supérieure à 1 milliard de francs ; parmi ceux-ci, les baisses les plus conséquentes concernent la Compagnie parisienne de réescompte (- 3,8 milliards de francs), The Sumitomo Bank Ltd (- 2,4 milliards), la Kredietbank (- 2,4 milliards) et le Banco Bilbao Vizcaya (- 2,1 milliards).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* a peu varié par rapport à celle du mois précédent. Les établissements de crédit ont représenté la part la plus élevée du total (30,2 % des émissions, contre 35,6 % le mois précédent), devant les sociétés et entreprises individuelles (25,9 %, contre 24,0 %), les OPCVM (20,1 %, contre 17,2 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (17,9 % en avril, contre 17,0 % en mars).

Les *durées à l'émission* ont été caractérisées par un léger allongement des maturités traitées par rapport au mois précédent. La part des émissions effectuées entre dix jours et moins d'un mois s'est élevée à 21,9 % de la production, contre 25,0 % en mars et 48,0 % en février, alors que la plage comprise entre trois mois et six mois a progressé de 5 points, pour représenter 34,1 % du total.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois .....	66,9	21,9
De 1 mois à moins de 3 mois.....	124,5	40,8
De 3 mois à moins de 6 mois.....	104,4	34,1
De 6 mois à 1 an.....	9,9	3,2
<b>Total.....</b>	<b>305,7</b>	<b>100,0</b>

## CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – SIIM – Tél. : 01 42 92 26 36

Mise à jour le 5 mai 1997

Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 335 le 25 avril, contre 337 le 28 mars et le 28 février.

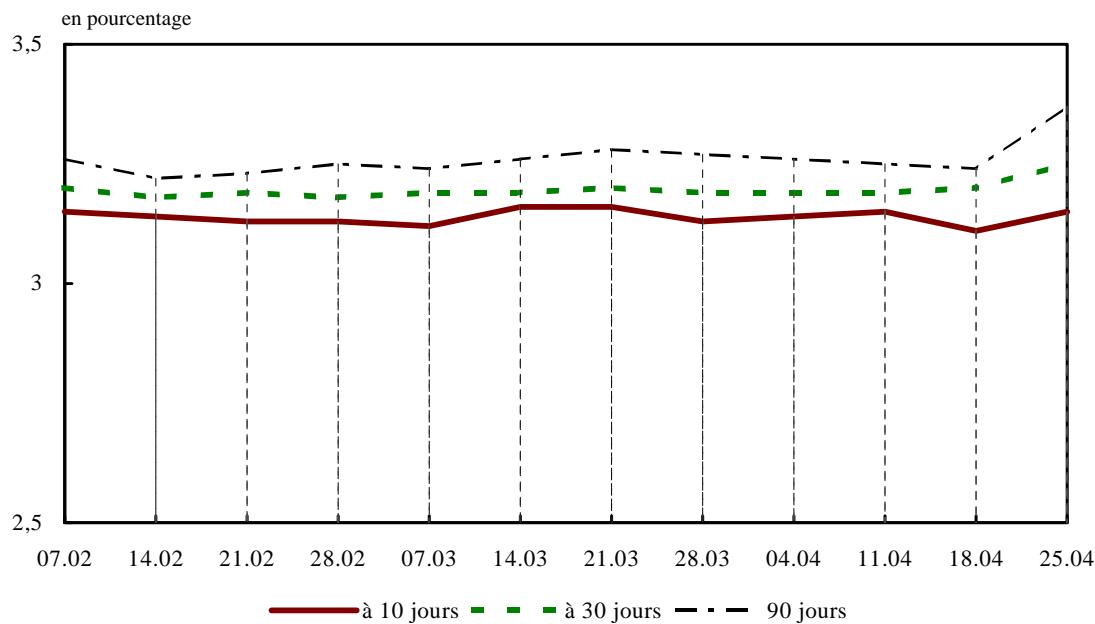
Au cours du mois d'avril, les *taux à l'émission* calculés en moyenne mensuelle pondérée sont restés stables sur les termes inférieurs ou égaux à six mois (+ 2 points de base) et se sont détendus sur la durée de un an pour reculer de 11 points de base, et se situer à 3,44 %. Cependant, les rémunérations se sont sensiblement appréciées au cours de la dernière semaine de la période, répercutant la volatilité observable sur les taux du marché interbancaire.

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

(en pourcentage)

	1 au 4 avril	7 au 11 avril	14 au 18 avril	21 au 25 avril
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,14	3,15	3,11	3,15
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,19	3,19	3,20	3,25
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,26	3,25	3,24	3,37
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	2,80	2,77	2,70	2,83
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,24	3,26	3,28	3,35
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,31	3,31	3,31	3,37
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,31	3,31	3,36	3,44

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



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – SIIM – Tél. : 01 42 92 26 36

Mise à jour le 6 mai 1997

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

Les BMTN ont atteint un encours de 444,6 milliards de francs le 25 avril (dernier chiffre provisoire disponible), contre 442,7 milliards au 28 mars et 460,3 milliards au 28 février.

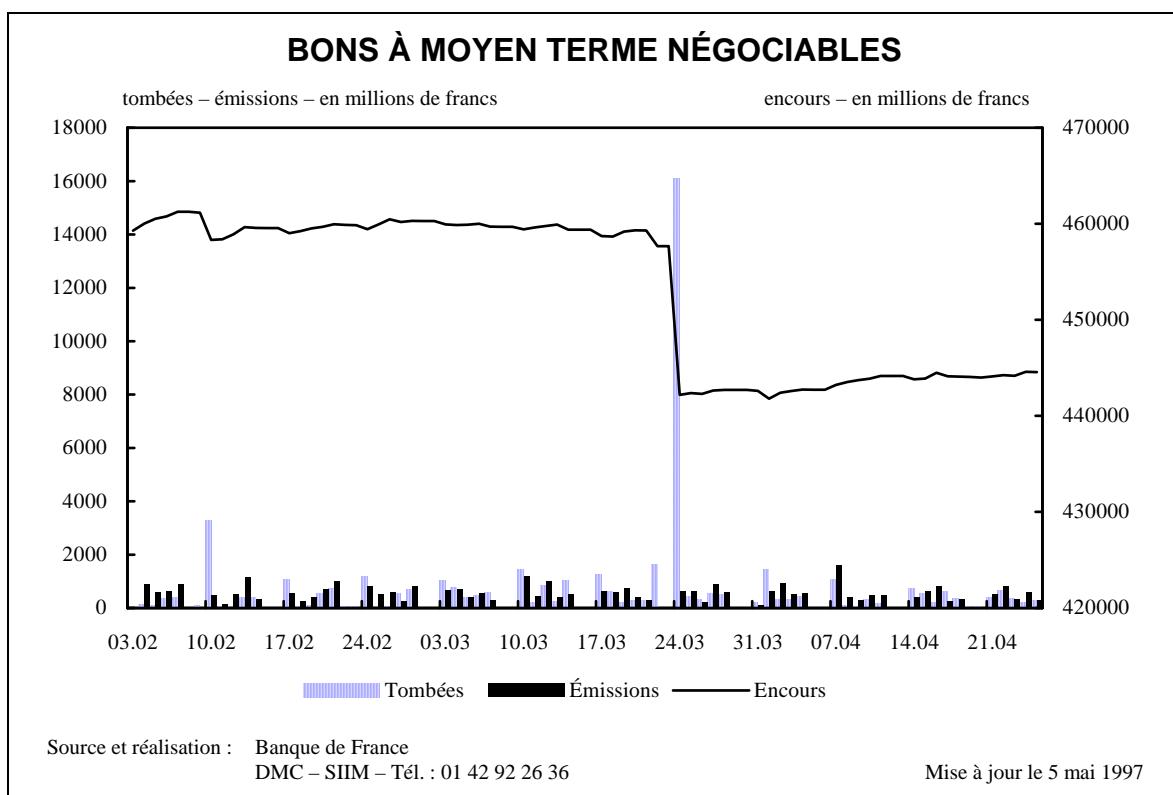
Les émissions réalisées au cours du mois d'avril se sont élevées à 10,8 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 11,7 milliards en mars et 12,3 milliards en février (respectivement 8,9 milliards, contre 29,3 milliards et 12,3 milliards pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 238 au 25 avril, contre 239 les deux mois précédents. Les progressions d'encours les plus significatives pendant la période sous revue proviennent de la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (0,8 milliard de francs), la Compagnie générale des eaux (0,7 milliard) et la Société générale (0,6 milliard) ; à l'opposé, les retraits les plus sensibles concernent Natiocrédbail (-0,3 milliard), la Caisse autonome de refinancement, la Bayerische Landesbank, la banque Worms et la Sovac (-0,2 milliard chacune).

La souscription des établissements de crédit a reculé au cours de la période pour retrouver le niveau atteint à la fin du mois de février ; elle a constitué 59,3 % du montant global des émissions, contre 72,5 % au mois de mars et 59,1 % en février. Parallèlement, les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont augmenté leur niveau de participation avec 14,7 % du total, contre seulement 1,1 % pour le mois de mars ; enfin, la part des OPCVM a progressé de 4 points, pour atteindre 10,3 % et les non-résidents ont contribué à hauteur de 7,4 %.

La répartition des émissions par durée a été caractérisée par un raccourcissement des maturités. Les émissions à moins de trois ans ont été plus conséquentes avec 72,6 % de la production, contre 53,7 % le mois précédent, alors que la tranche de trois à sept ans a été moins sollicitée (22,2 % du total, contre 39,6 % en mars).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	3,2	29,8
De 2 ans à moins de 3 ans.....	4,6	42,8
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,7	15,3
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,7	6,9
De 7 ans et plus .....	0,6	5,2
<b>Total .....</b>	<b>10,8</b>	<b>100,0</b>



La hausse des taux à l'émission observable au cours de la période précédente s'est poursuivie ; les taux de rendement ont gagné entre 6 points de base et 23 points de base selon les échéances.

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

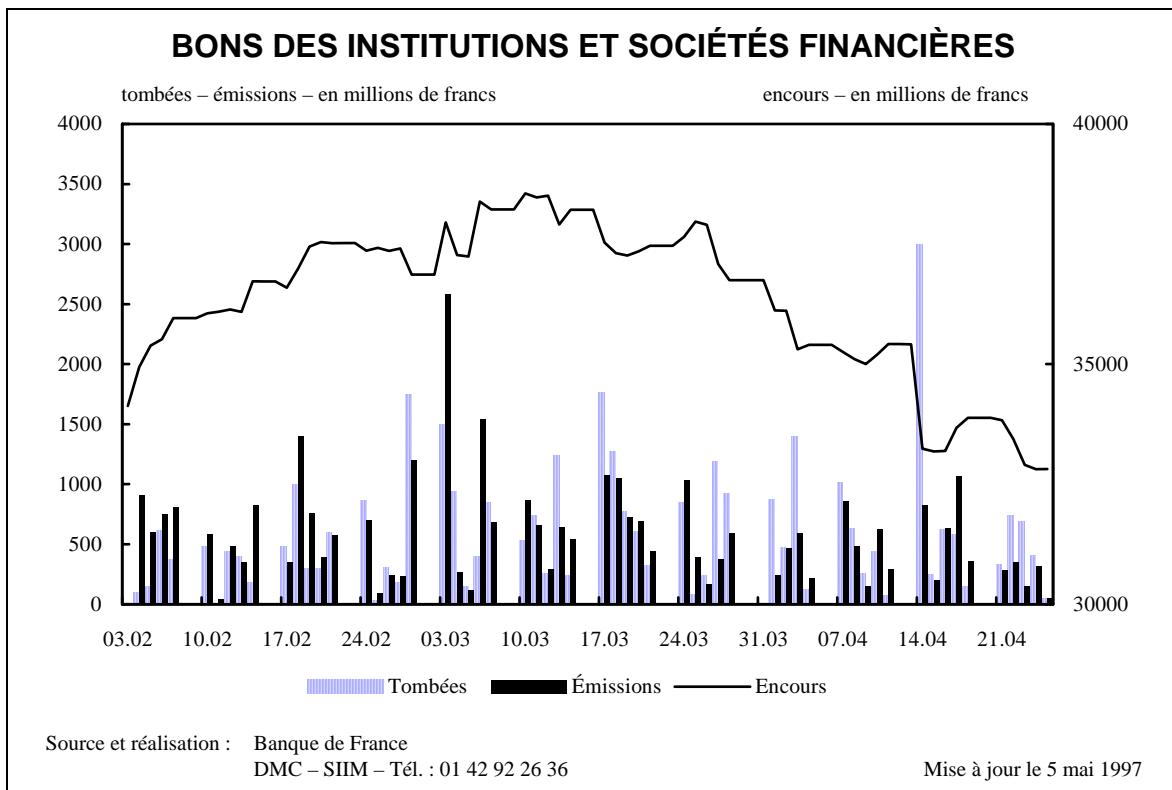
L'encours de ces bons se montait à 32,8 milliards de francs le 25 avril, contre 36,7 milliards le 28 mars et 36,9 milliards le 28 février. À fin avril, 62,5 % de l'encours global correspondait aux opérations de trois émetteurs ; il s'agit du Crédit local de France (12,8 milliards de francs), de la DIAC (4 milliards) et du Crédit national (3,7 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois d'avril ont atteint 8,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 14,9 milliards en mars et 9,5 milliards en février (respectivement 12,1 milliards, contre 14,9 milliards et 9,5 milliards pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de BISF a progressé par rapport au mois précédent (63,2 %, contre 52,6 %), alors que celle des administrations publiques et privées a marqué un recul de 6 points. Celle des OPCVM s'est inscrite en léger retrait, en passant de 31,8 % au mois de mars à 28,2 % pour le mois sous revue.

Les durées à l'émission ont été caractérisées par une légère diminution des maturités traitées par rapport au mois précédent. Les souscriptions à moins d'un mois passent à 2,4 %, contre 1,2 % au mois de mars et celles se rapportant à la tranche de un à trois mois représentent 25,0 %, contre 23,5 %. Ces augmentations sont compensées par le recul de la part correspondant à la tranche comprise entre trois mois et six mois qui se situe à 68,1 %, contre 72,1 % au mois de mars.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois .....	0,2	2,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	2,0	25,0
De 3 mois à moins de 6 mois.....	5,6	68,1
De 6 mois à 1 an.....	0,4	4,5
<b>Total.....</b>	<b>8,2</b>	<b>100,0</b>



Exprimés en moyenne mensuelle, les *taux de rendement à l'émission* ont conservé des niveaux assez similaires à ceux du mois passé ; en légère hausse sur le terme inférieur à un mois (+ 3 points de base) et en faible recul sur l'échéance comprise entre trois mois et six mois (- 8 points de base).

### **Billets de trésorerie (BT)**

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 235,3 milliards de francs le 25 avril (dernier chiffre provisoire disponible), contre 245,1 milliards le 28 mars et 251 milliards le 28 février. Le 25 avril, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 95, contre 97 à fin mars et fin février. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 141,7 milliards de francs, contre 149,7 milliards en mars et 156,1 milliards en février (respectivement 151,6 milliards, contre 155,6 milliards et 142,2 milliards pour les tombées).

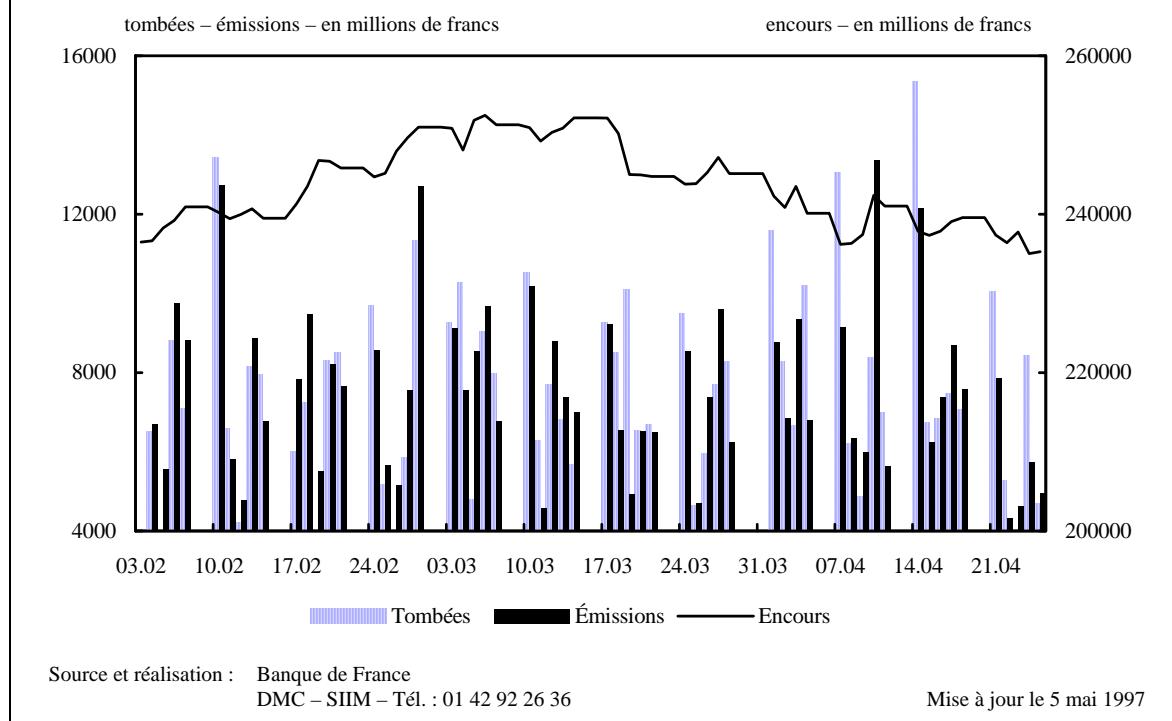
Deux émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois ; il s'agit de la Compagnie générale des eaux (3,5 milliards de francs) et Morgan Stanley Group (1,6 milliard). Dans le même temps, sept émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : EDF (- 3,7 milliards), la Cades (- 2,5 milliards), la SNCF (- 2 milliards), France Télécom (- 1,9 milliard), Total CFP (- 1,3 milliard), Fiat France SA et Renault Cofiren (- 1 milliard chacun).

La répartition des émissions du mois par type de souscripteur est demeurée très proche de la ventilation observée lors du mois précédent. La prééminence des établissements de crédit s'est traduite par la souscription de 75,9 % des titres émis, contre 78,3 % le mois précédent. La part des OPCVM est restée stable, à 11,6 %, le solde de la production s'est réparti entre les sociétés et entreprises individuelles, pour 8,2 %, et les assurances, caisses de retraite et mutuelles, pour 3,5 %.

La répartition mensuelle des émissions par durée est restée très similaire à celle du mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentrée sur les durées comprises entre un mois et trois mois, avec 77,5 % du montant global, contre 76,4 % en mars, alors que les émissions au-delà de six mois n'ont constitué qu'un apport marginal (0,4 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	12,6	8,9
De 1 mois à moins de 3 mois.....	109,7	77,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	18,7	13,2
De 6 mois à 1 an .....	0,7	0,4
<b>Total .....</b>	<b>141,7</b>	<b>100,0</b>

## BILLETS DE TRÉSORERIE



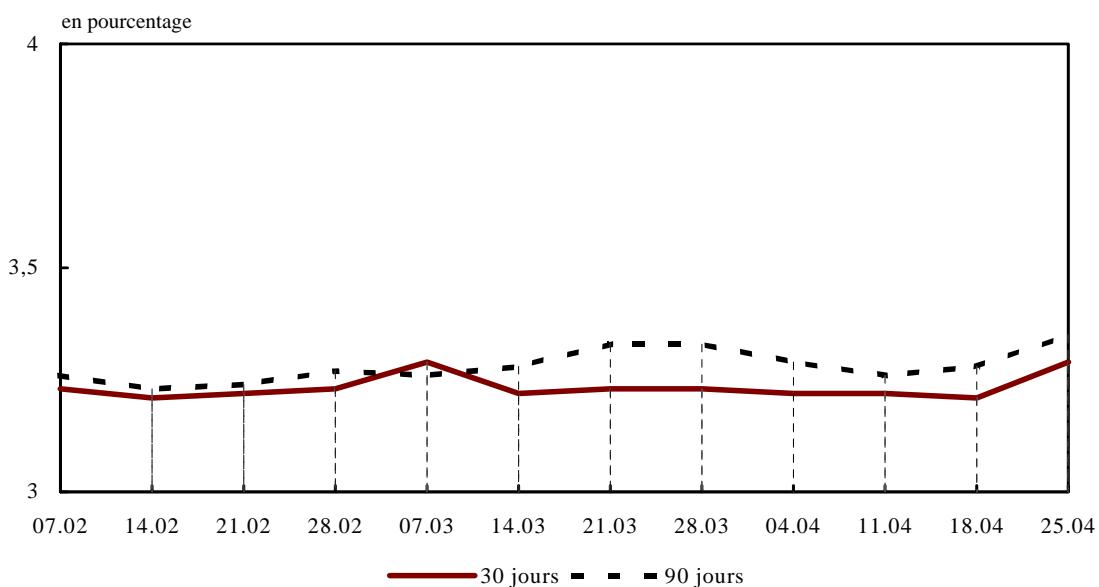
En moyenne mensuelle, les *taux de rendement à l'émission* des billets de trésorerie ont faiblement varié, dans des proportions comprises entre 1 point de base et 6 points de base, à la hausse ou à la baisse, selon les échéances. Cependant, à l'image des écarts observables sur les autres titres de créances négociables émis sur le court terme, les taux se sont sensiblement tendus au cours de la dernière semaine de la période.

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

	1 au 4 avril	7 au 11 avril	14 au 18 avril	21 au 25 avril
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,21	–	–	–
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,22	3,22	3,21	3,29
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,29	3,26	3,28	3,35
Billets de 20 à 40 jours (plus bas) .....	3,17	3,16	3,15	3,20
Billets de 20 à 40 jours (plus haut) .....	3,33	3,30	3,31	3,40
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,31	3,31	3,31	3,37
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,31	3,31	3,36	3,44

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



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – SIIM – Tél. : 01 42 92 26 36

Mise à jour le 6 mai 1997

### 5.2.2. Les OPCVM

#### ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)

*(données brutes en milliards de francs)*

	1996		1997		
	Avril	Décembre	Février	Mars	Avril
<b>SICAV</b> .....	<b>1 748,7</b>	<b>1 638,4</b>	<b>1 699,3</b>	<b>1 672,6</b>	<b>1 670,2</b>
– monétaires .....	981,0	843,3	849,6	830,3	834,3
– obligations et autres titres de créance .....	457,0	469,4	484,3	475,0	469,4
– actions .....	191,3	200,0	226,3	225,3	223,4
– diversifiées .....	117,3	123,1	136,5	138,9	139,9
– garanties .....	2,1	2,6	2,6	3,1	3,2
<b>FCP</b> .....	<b>1 056,8</b>	<b>1 128,1</b>	<b>1 219,6</b>	<b>1 239,5</b>	<b>1 258,5</b>
– monétaires .....	329,0	288,8	308,7	309,7	307,9
– obligations et autres titres de créance .....	311,0	347,1	363,4	362,9	364,5
– actions .....	87,2	102,2	116,9	118,0	118,3
– diversifiés .....	231,2	272,8	302,1	318,2	332,6
– garantis .....	98,4	117,2	128,5	130,7	135,2
<b>OPCVM</b> .....	<b>2 805,5</b>	<b>2 766,5</b>	<b>2 918,9</b>	<b>2 912,1</b>	<b>2 928,7</b>
– monétaires .....	1 310,0	1 132,1	1 158,3	1 140,0	1 142,2
– obligations et autres titres de créance .....	768,0	816,5	847,7	837,9	833,9
– actions .....	278,5	302,2	343,2	343,3	341,7
– diversifiés .....	348,5	395,9	438,6	457,1	472,5
– garantis .....	100,5	119,8	131,1	133,8	138,4

Source : Commission des opérations de bourse

Réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 7 mai 1997

Après deux mois consécutifs de baisse, l'encours de titres d'OPCVM monétaires s'est quasiment stabilisé en avril 1997 (1 142,2 milliards de francs). S'agissant des Sicav monétaires, les rachats (moins de 1 milliard de francs) ont été compensés par des performances positives.

Sous l'effet du mouvement de rachat des titres de Sicav « obligations », l'encours de titres d'OPCVM « obligations » s'est de nouveau réduit, passant de 837,9 milliards de francs en mars à 833,9 milliards en avril.

L'encours de titres d'OPCVM « actions » s'est légèrement contracté, pour s'établir à 341,7 milliards de francs.

En revanche, les encours de titres d'OPCVM diversifiés et garantis ont continué de progresser au cours du mois, pour atteindre respectivement 472,5 milliards de francs (+ 15,4 milliards par rapport à mars 1997) et 138,4 milliards (+ 4,6 milliards).

Au total, l'encours des titres d'OPCVM, toutes catégories confondues, s'est accru de 162,2 milliards de francs depuis le début de l'année, pour s'établir à 2 928,7 milliards.

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en avril

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

Dans un contexte caractérisé par une hausse des taux d'intérêt à court terme et par une stabilité des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en avril a de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte principalement d'une diminution de près de 50 % de l'activité sur le marché de l'eurofranc, malgré les nouveaux emprunts du Royaume d'Espagne (4 milliards de francs) et de la République du Portugal (3 milliards de francs).

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 54 milliards de francs, après 64 milliards en mars et 70 milliards en février. Plus de 66 % des titres réglés en avril ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 6 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Avril 1997	4 mois 1997	4 mois 1996	Année 1996		Avril 1997	4 mois 1997	4 mois 1996	Année 1996
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
28,5	119,4	122,3	301,4	État	28,5	116,6	88,8	248,6
8,2	23,6	25,6	68,6	Établissements de crédit et assimilés	3,6	- 8,7	- 15,3	- 49,9
2,0	11,0	19,6	55,1	Sociétés non financières	- 0,5	- 4,9	7,9	30,4
0,8	10,8	0,4	49,9	Autres émetteurs résidents	0,8	10,1	- 1,1	46,4
<b>39,6</b>	<b>164,7</b>	<b>167,9</b>	<b>475,1</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>32,4</b>	<b>113,1</b>	<b>80,4</b>	<b>275,4</b>
-	-	-	-	<b>Non-résidents</b>	<b>- 0,3</b>	<b>- 1,3</b>	<b>- 0,3</b>	<b>- 1,8</b>
<b>39,6</b>	<b>164,7</b>	<b>167,9</b>	<b>475,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>32,1</b>	<b>111,9</b>	<b>80,1</b>	<b>273,6</b>
3,5	16,5	4,4	24,4	dont émissions en écus (b)	3,5	16,5	4,4	24,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
0,2	10,7	7,5	25,5	Établissements de crédit et assimilés	- 1,4	1,3	- 9,0	- 6,8
0,3	1,8	-	6,2	Sociétés non financières	- 4,1	- 4,1	- 0,6	2,9
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>0,5</b>	<b>12,5</b>	<b>7,5</b>	<b>31,7</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 5,5</b>	<b>- 2,8</b>	<b>- 9,6</b>	<b>- 3,9</b>
<b>14,4</b>	<b>51,9</b>	<b>51,2</b>	<b>161,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>6,9</b>	<b>39,2</b>	<b>47,1</b>	<b>139,3</b>
<b>14,8</b>	<b>64,4</b>	<b>58,6</b>	<b>193,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1,3</b>	<b>36,4</b>	<b>37,5</b>	<b>135,4</b>
-	3,8	-	2,6	dont émissions en écus	- 1,3	- 4,9	-	0,5
-	2,4	-	2,6	dont émissions en écus des résidents	- 1,3	- 4,9	-	0,5

(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 – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 5 mai 1997

La **collecte des résidents** est ressortie à 40 milliards de francs (45 milliards en mars), soit près de 74 % des émissions réglées en avril.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Avril 1997	4 mois 1997	4 mois 1996	Année 1996		Avril 1997	4 mois 1997	4 mois 1996	Année 1996
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
25,0	102,9	117,9	277,0	État	25,0	100,2	84,4	224,2
8,4	31,8	33,0	91,5	Établissements de crédit et assimilés	3,5	- 2,5	- 24,3	- 57,2
2,3	12,8	19,6	61,3	Sociétés non financières	- 4,6	- 9,0	7,3	33,3
0,8	10,8	0,4	49,9	Autres émetteurs résidents	0,8	10,1	- 1,1	46,4
<b>36,5</b>	<b>158,3</b>	<b>170,9</b>	<b>479,7</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>24,6</b>	<b>98,7</b>	<b>66,4</b>	<b>246,6</b>
<b>14,4</b>	<b>50,6</b>	<b>51,2</b>	<b>161,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>6,6</b>	<b>38,0</b>	<b>46,9</b>	<b>137,5</b>
<b>50,9</b>	<b>208,9</b>	<b>222,1</b>	<b>641,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>31,2</b>	<b>136,7</b>	<b>113,2</b>	<b>384,1</b>
36,0	148,3	163,5	450,7	dont émissions intérieures	28,5	95,4	75,7	249,2
36,0	148,3	163,5	450,7	dont émissions intérieures des résidents	28,8	96,7	76,0	251,0
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
3,5	16,5	4,4	24,4	État	3,5	16,5	4,4	24,4
-	2,4	-	2,6	Établissements de crédit et assimilés	- 1,3	- 4,9	-	0,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>3,5</b>	<b>18,9</b>	<b>4,4</b>	<b>27,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>2,2</b>	<b>11,6</b>	<b>4,4</b>	<b>24,9</b>
-	1,3	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	-	-	-
<b>3,5</b>	<b>20,2</b>	<b>4,4</b>	<b>27,0</b>	<b>TOTAL</b>	<b>2,2</b>	<b>11,6</b>	<b>4,4</b>	<b>24,9</b>
3,5	16,5	4,4	24,4	dont émissions en écus	3,5	16,5	4,4	24,4
3,5	16,5	4,4	24,4	dont émissions intérieures des résidents	3,5	16,5	4,4	24,4

(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 – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 5 mai 1997

Les émissions brutes de l'**État** se sont élevées à 28,5 milliards de francs (30,1 milliards en mars). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 6,75 % octobre 2004, l'OAT 5,50 % avril 2007<sup>1</sup> et l'OAT TEC 10 janvier 2009. Lors de l'adjudication du 3 avril, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 21,3 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,9 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,96 %, en hausse de 40 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 10 avril et qui portait sur deux lignes, l'OAT 6,75 % avril 2002 et l'OAT 5,50 % avril 2007. Le montant nominal émis s'est élevé à 540 millions d'écus, soit environ 3,5 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 6,27 %, en hausse de 10 points de base par rapport à l'adjudication du 13 mars.

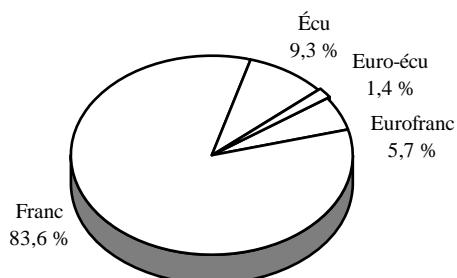
Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché international, est passée de 14,5 milliards de francs à 11,5 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont respectivement levé 8,4 milliards de francs et 2,3 milliards.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 14,4 milliards de francs en avril, après 19,2 milliards en mars.

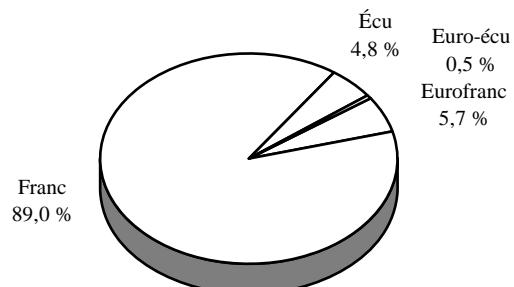
<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 4 au 23 avril) ont atteint 1,2 milliard de francs.  
Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,68 %.

## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

4 mois 1997

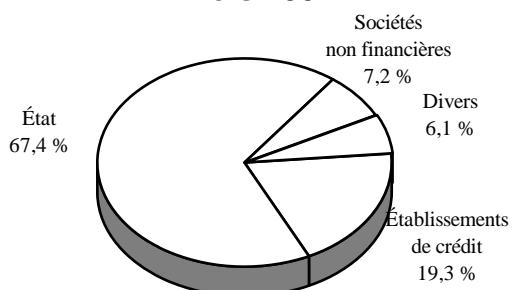


Année 1996

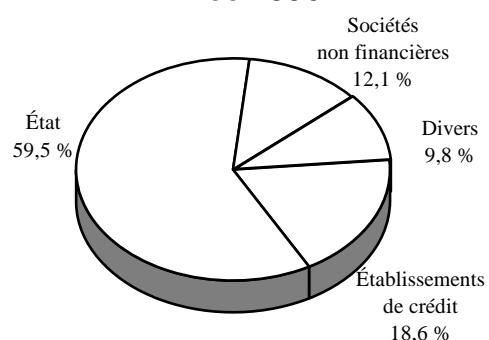


## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

4 mois 1997



Année 1996



Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 5 mai 1997

Au terme des quatre premiers mois de 1997, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 177 milliards de francs, contre 175 milliards durant la période correspondante de 1996. Globalement, si la part des émissions en eurofrancs reste stable à 5,7 %, la proportion des émissions libellées en écus apparaît en forte hausse. La part de l'État a représenté 67 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1997 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 60 % en 1996.

### ***Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois d'avril***

Le 3 avril, le Trésor a annoncé l'admission d'ABN-Amro Finance en qualité de spécialiste en valeurs du Trésor. Le cercle des SVT comporte ainsi 21 établissements, dont 5 américains, 2 allemands, 1 suisse et 1 néerlandais.

Par ailleurs, la banque allemande Frankfurter Hypothekenbank Centralboden a émis la première obligation hypothécaire libellée en francs. Cet emprunt bénéficie d'une garantie provenant du nantissement d'un *pool* d'actifs constitué de créances appartenant à l'émetteur. Ces créances résultent de prêts consentis au secteur public allemand.

En outre, les emprunts de la Cades (650 millions de francs) et de la Bayerische Vereinsbank (750 millions) ont pour point commun de proposer deux taux d'intérêt fixe successifs, tandis que les émissions de la Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank (1 milliard), de la Banque africaine de développement (500 millions) et d'Abbey National Treasury Services (500 millions) se caractérisent par un taux d'intérêt fixe suivi d'un taux variable indexé soit sur le CNO-TEC 10, soit sur le Pibor 3 mois.

Concernant le marché primaire des actions, le ministre de l'Économie et des Finances a arrêté le 22 avril les modalités de la cession d'une partie de la participation de l'État dans le capital de la Compagnie des machines Bull. Le prix des actions Bull a été fixé à 38 francs pour les investisseurs institutionnels et à 36 francs pour les particuliers. Ces derniers ont pu choisir de régler soit en espèces, soit en titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997.

Le ministre a également annoncé le report de la privatisation partielle de France Télécom à la période 24 juin-1<sup>er</sup> juillet en raison des élections législatives. Les particuliers pourront réserver leurs titres dès le 5 juin, et la première cotation à Paris est prévue pour le 7 juillet.

Enfin, la société de crédit-bail Sophia a émis pour près de 800 millions de francs d'obligations convertibles en actions à tout moment à partir de janvier 1998.

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

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	(en milliards de francs)				
	Février 1997	Mars 1997	3 mois 1997	3 mois 1996	Année 1996
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>17,4</b>	<b>9,4</b>	<b>83,3</b>	<b>81,3</b>	<b>286,0</b>
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	15,2	9,1	73,4	76,3	264,8
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	0,1	0,1	0,6	1,6	16,5
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	2,1	0,2	9,3	3,4	4,7
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	1,7	2,5	5,9	11,4	40,3
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,8	2,2	6,0	9,5	38,5

(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, Second marché  
 (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

Sources : Société des bourses françaises – Banque de France (depuis avril 1995)  
 Réalisation : Banque de France  
 DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 5 mai 1997

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 9,4 milliards de francs en mars, après 17,4 milliards en février. Au terme du premier trimestre 1997, leur montant apparaît en progression d'environ 3 % d'une année à l'autre<sup>2</sup>.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 11,4 milliards de francs à 5,9 milliards, soit une diminution de 48 %. À fin mars 1997, elles représentaient 7 % du montant total des émissions d'actions, contre 14 % pour l'ensemble de l'année 1996.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont en baisse de 37 % d'une année à l'autre.

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

<sup>2</sup> La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Au terme d'une évolution quelque peu heurtée et marquée par un net redressement en fin de période, la Bourse de Paris a enregistré une baisse modérée sur l'ensemble du mois d'avril.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

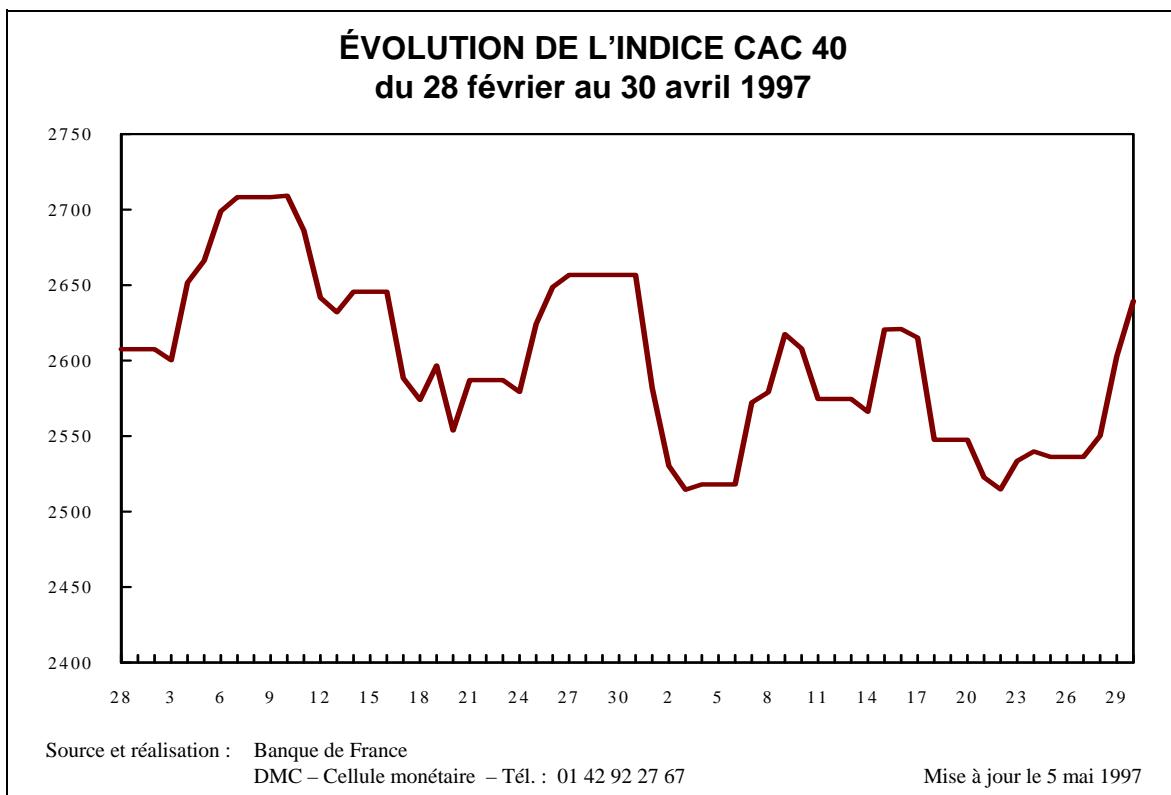
Au cours du mois d'avril, la Bourse de Paris a suivi, dans un premier temps, une évolution heurtée et globalement baissière sous l'influence des fluctuations du marché américain et de la montée des incertitudes politiques intérieures.

En fin de mois cependant, le CAC 40, tiré par les performances de la Bourse de New York, s'est vivement redressé. Il a ainsi atteint 2 639,46 points le 30 avril, retrouvant un niveau proche de celui observé à la fin du mois de mars.

INDICES BOURSIERS				
	31 mars 1997	30 avril 1997	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones) .....	6 583,48	7 008,99	6,40	8,70
Londres (FT 100) .....	4 301,50	4 436,00	3,10	7,71
Tokyo (Nikkei) .....	18 003,40	19 151,12	6,30	- 1,09
Paris (CAC 40) .....	2 656,68	2 639,46	- 0,60	13,98
Francfort (DAX) .....	3 429,05	3 438,07	0,20	19,02

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 5 mai 1997



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

(arrêtée au 12)

L'indice CAC 40 s'est orienté à la hausse jusqu'au 12 mai (2 693,09 points à cette date), dans le sillage de la Bourse de New York. Le contexte de politique intérieure a exercé une influence contrastée, pesant plutôt négativement du 5 au 9 mai, puis positivement en raison de la publication de sondages favorables à une reconduction de la majorité sortante.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement ( $M1$ ) ont progressé de 3,1 % en mars 1997 (+ 2,7 % en glissement annuel), à la faveur d'une reprise marquée des dépôts à vue. Les placements à vue à taux réglementé, dont la rémunération demeure attractive, sont restés dynamiques. Ainsi, l'agrégat  $M2$ , qui inclut  $M1$ , s'est accru de 2,2 % sur le mois et de 5,7 % sur un an. En revanche, les placements liquides à taux de marché ont encore diminué de 1,4 % en mars. Au total, l'agrégat  $M3$ , qui bénéficie de la croissance de  $M2$ , a enregistré une hausse de 0,8 % sur le mois, sa baisse en rythme annuel revenant de – 3,4 % (chiffre révisé) à – 2,7 %.

Les placements d'épargne contractuelle, qui composent l'agrégat  $P1$ , ont progressé de 0,7 % en mars. Leur croissance annuelle est demeurée très rapide (+ 15,4 %), malgré la baisse du taux de rémunération des plans d'épargne-logement intervenue fin janvier. Au total, l'ensemble des placements regroupés dans  $M3 + P1$  s'est accru de 1,8 % en glissement annuel.

L'*endettement intérieur total* a progressé de 2,9 % sur un an à fin février. L'endettement de l'État s'est accru de 7,8 % et celui des ménages de 3,0 %. L'endettement des sociétés s'est réduit de 1 %, en rythme annuel. Mais il convient de souligner le contraste persistant entre le dynamisme de leurs financements de marché (+ 27,4 % sur le marché monétaire, + 4,6 % sur le marché obligataire sur un an) et le recul des crédits qui leur sont accordés (– 3,6 % en rythme annuel), du fait principalement d'une diminution des crédits de trésorerie.

La croissance annuelle estimée des prêts nouveaux s'est établie à 10,4 % sur les deux premiers mois de l'année, largement grâce à la composante « habitat ».

AGRÉGATS

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE À FIN MARS 1997</b>			
M1 .....	1 690,8	3,1	2,7
M2 .....	3 278,8	2,2	5,7
M3 .....	5 228,2	0,8	-2,7
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN MARS 1997</b>			
P1 .....	2 000,2	0,7	15,4
M3 + P1 .....	7 228,3	0,8	1,8
<b>AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN FÉVRIER 1997</b>			
Endettement intérieur total .....	10 886,6	0,3	2,9
dont : État .....	3 569,0		7,8
Crédits à l'économie (c) .....	6 264,2	0,3	-2,1
<b>ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX À FIN FÉVRIER 1997 (d).....</b>	—	—	10,4

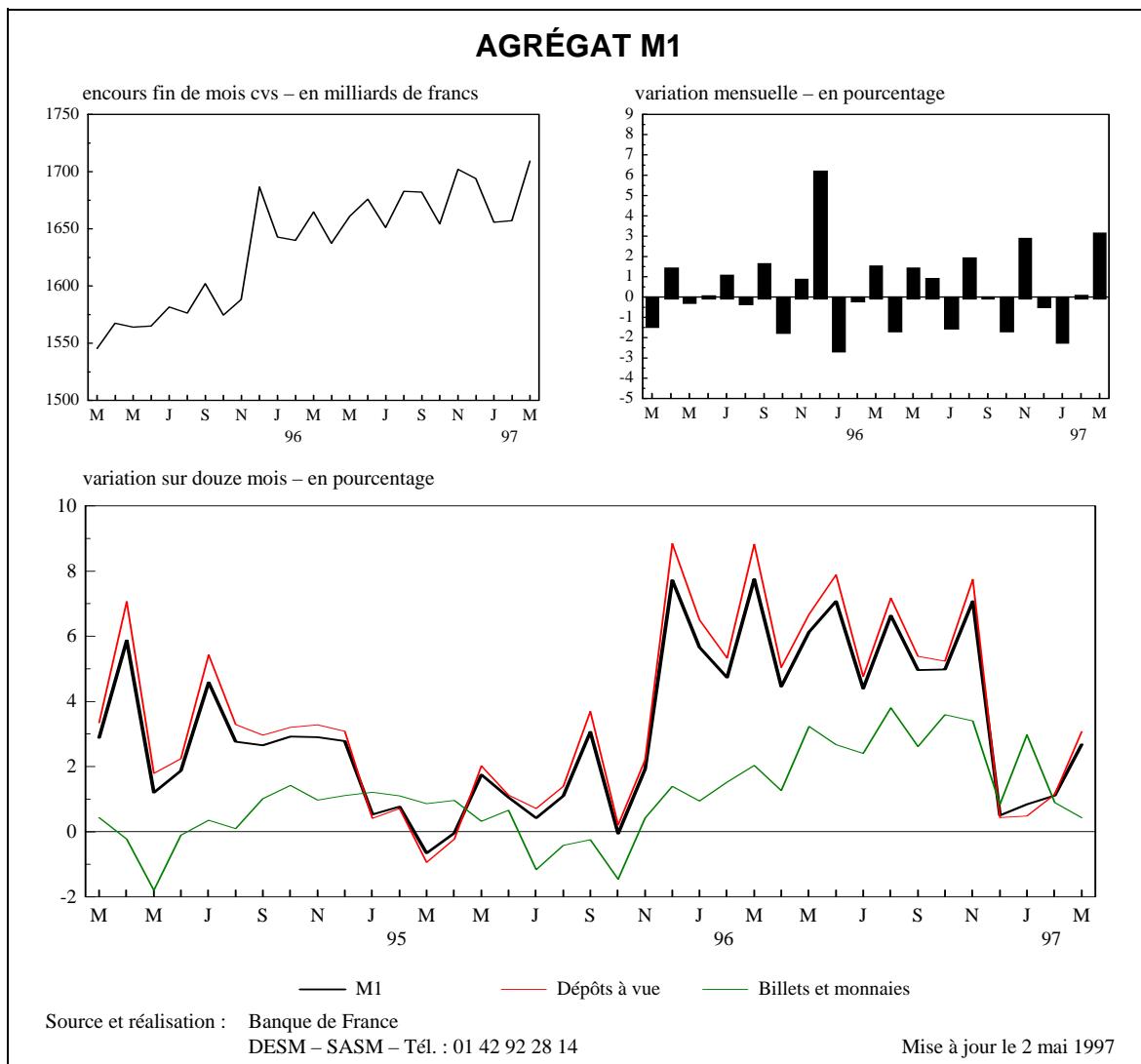
# 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin mars 1997)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts		
		Mars 1997	Février 1997	Mars 1997	Décembre 1996	
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>						
<i>Billets et monnaies .....</i>						
247,8	- 1,6	- 0,1	0,8	0,4		
<i>Dépôts à vue .....</i>	<i>1 4430</i>	<i>0,4</i>	<i>3,7</i>	<i>0,4</i>	<i>3,1</i>	
<b>Total M1 .....</b>	<b>1 690,8</b>	<b>0,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	
M2 – M1 .....	1 588,0	1,3	1,2	7,1	9,1	
<i>Livrets A .....</i>	<i>679,4</i>	<i>1,0</i>	<i>0,7</i>	<i>- 7,3</i>	<i>- 1,9</i>	
<i>Livrets bleus .....</i>	<i>91,4</i>	<i>1,2</i>	<i>0,7</i>	<i>- 5,7</i>	<i>- 1,7</i>	
<i>Comptes d'épargne-logement .....</i>	<i>156,0</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>8,0</i>	<i>8,3</i>	
<i>Codevi .....</i>	<i>207,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>	<i>4,6</i>	<i>5,2</i>	
<i>Livrets d'épargne populaire .....</i>	<i>179,1</i>	<i>1,2</i>	<i>0,3</i>	<i>69,9</i>	<i>31,1</i>	
<i>Livrets jeunes .....</i>	<i>26,9</i>					
<i>Livrets soumis à l'impôt .....</i>	<i>248,1</i>	<i>3,1</i>	<i>3,2</i>	<i>25,2</i>	<i>29,2</i>	
<b>Total M2 .....</b>	<b>3 278,8</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,7</b>	
M3 – M2 .....	1 949,4	- 2,4	- 1,4	- 13,0	- 14,1	
<i>Dépôts et TCN en devises .....</i>	<i>107,3</i>			<i>3,8</i>	<i>2,2</i>	
<i>Dépôts à terme (a) .....</i>	<i>361,5</i>	<i>- 3,7</i>	<i>- 2,8</i>	<i>- 24,5</i>	<i>- 18,6</i>	
<i>Bons de caisse et d'épargne .....</i>	<i>163,3</i>	<i>- 0,3</i>	<i>- 0,2</i>	<i>- 12,1</i>	<i>- 10,5</i>	
<i>Titres de créances négociables (b) .....</i>	<i>305,0</i>	<i>- 5,0</i>	<i>- 1,2</i>	<i>- 23,1</i>	<i>- 15,5</i>	
– Certificats de dépôt et BMTN .....	287,5			- 23,7	- 15,8	
– Bons et BMTN des ISF .....	17,4			- 14,0	- 10,2	
<i>Titres d'OPCVM monétaires .....</i>	<i>998,0</i>	<i>- 1,3</i>	<i>- 1,7</i>	<i>- 4,9</i>	<i>- 13,2</i>	
<i>Parts de fonds communs de créances .....</i>	<i>14,3</i>					
<b>Total M3 .....</b>	<b>5 228,2</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>- 3,2</b>	<b>- 2,7</b>	
M4 – M3 .....	88,8	2,8	- 3,4	7,7	- 11,0	
<i>Bons du Trésor (b) .....</i>	<i>66,3</i>			<i>0,1</i>	<i>- 14,3</i>	
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b) .....</i>	<i>22,6</i>			<i>33,3</i>	<i>0,7</i>	
<b>Total M4 .....</b>	<b>5 317,0</b>	<b>- 0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>- 3,1</b>	<b>- 2,8</b>	
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>						
<i>Plans d'épargne-logement .....</i>	<i>982,3</i>			<i>23,8</i>	<i>20,5</i>	
<i>Autres comptes d'épargne (c) .....</i>	<i>14,6</i>					
<i>Plans d'épargne populaire .....</i>	<i>596,5</i>			<i>15,6</i>	<i>11,9</i>	
– dont entreprises d'assurance .....	126,5					
<i>Titres d'OPCVM garantis .....</i>	<i>121,8</i>			<i>33,7</i>	<i>39,2</i>	
<i>Bons de capitalisation .....</i>	<i>285,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>- 0,9</i>	<i>- 0,9</i>	
<b>Total P1 .....</b>	<b>2 000,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>17,4</b>	<b>15,4</b>	
<b>Total M3 + P1 .....</b>	<b>7 228,3</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	
(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres						
(b) Les titres de créances négociables en francs, détenus par les agents non financiers résidents, sont classés dans M3 – M2						
s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3						
s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.						
(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats d'épargne auprès des sociétés de crédit différé et autres comptes d'épargne à régime spécial						
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 2 mai 1997			

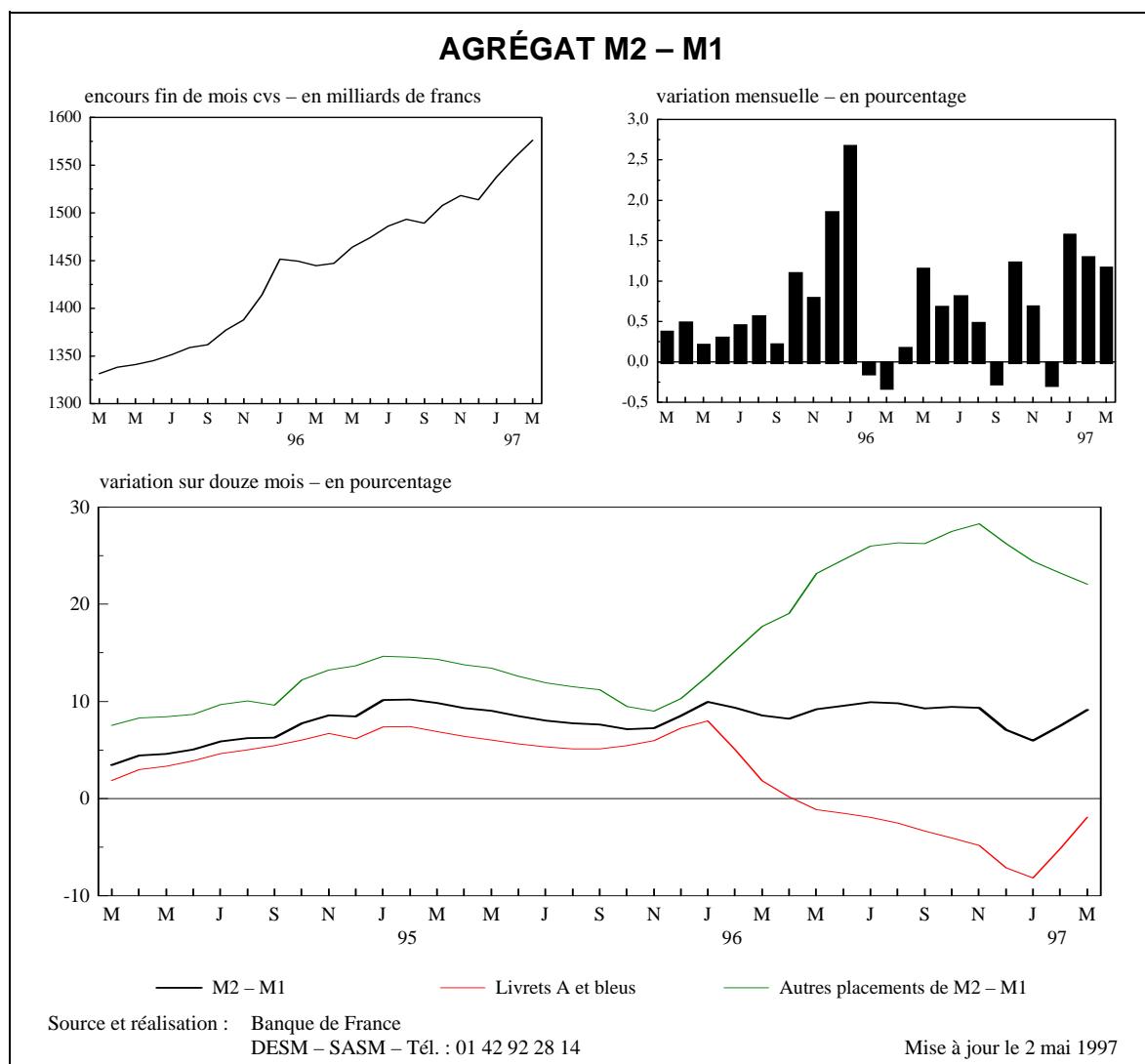
### 6.1.1. Les moyens de paiement (M1)



L'agrégat de monnaie M1 a atteint 1 690,8 milliards de francs fin mars 1997, progressant de 3,1 % par rapport au mois précédent.

En glissement annuel, sa croissance s'est établie à 2,7 %. Les dépôts à vue se sont accrûs de 3,1 % sur un an. Le glissement annuel de l'encours des billets et monnaies a atteint 0,4 %.

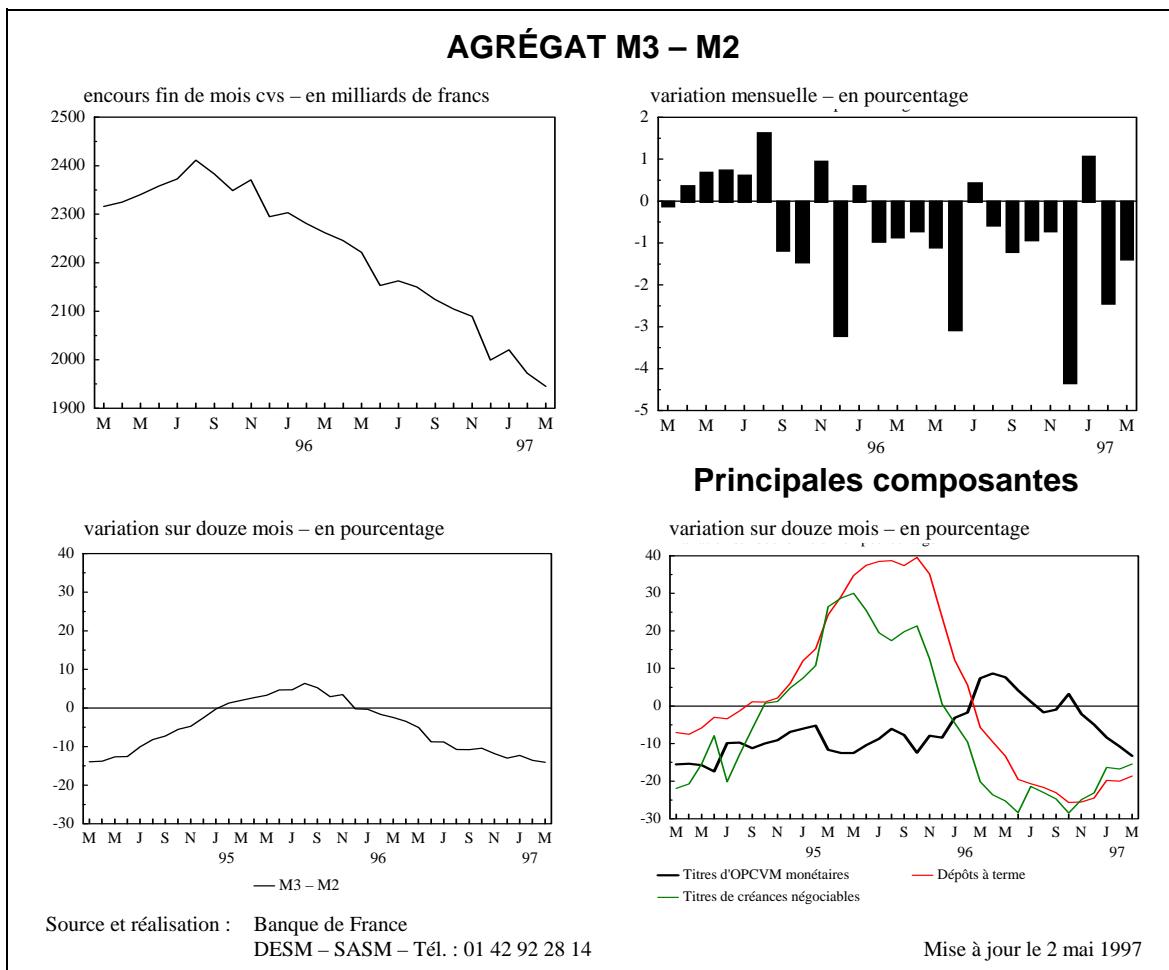
## 6.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



Les placements à vue à taux réglementé, qui composent l'agrégat M2 – M1, ont conservé une rémunération attractive. Dans l'ensemble, ils ont progressé de 1,2 % par rapport à février.

L'agrégat M2 – M1 s'est accru de 9,1 % sur un an. Les premiers livrets ont progressé de 0,7 % en mars. Sur un an, ils ont enregistré une baisse de 1,9 %. Les autres produits à taux réglementé affichent des taux de croissance annuelle positifs mais d'ampleur variable. Les placements sur les livrets d'épargne populaire et les livrets soumis à l'impôt ont fortement progressé (respectivement + 31,1 % et + 29,2 %), essentiellement dans le secteur bancaire. Les comptes d'épargne-logement se sont accrus de 8,3 % et les Codevi de 5,2 %.

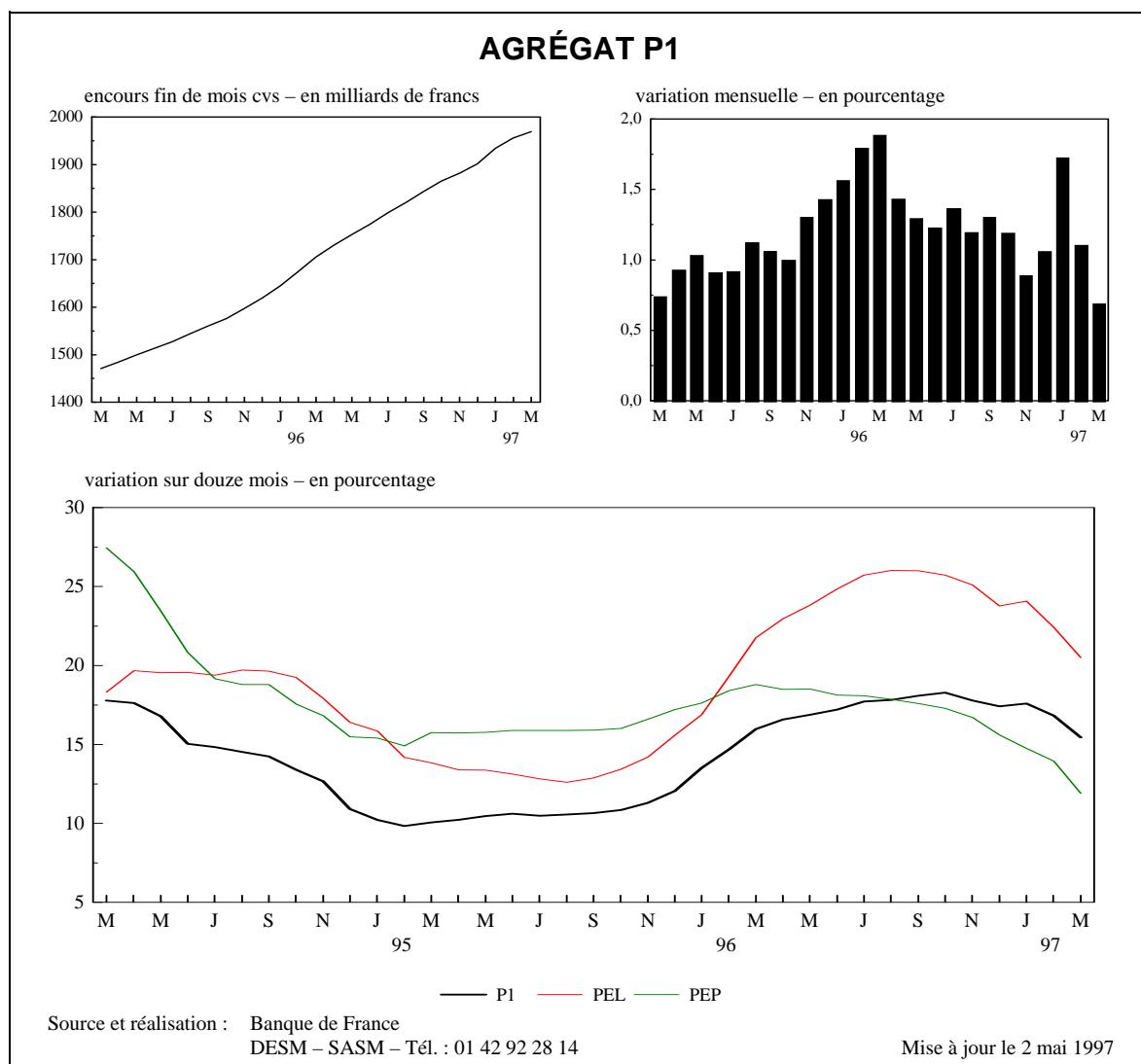
### 6.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



Les produits d'épargne liquide rémunérés à taux de marché, composant l'agrégat M3 – M2, se sont réduits de 1,4 % en mars.

En glissement annuel, leur baisse s'est établie à 14,1 %. Notamment, le repli des dépôts à terme a atteint 2,8 % sur le mois et 18,6 % sur un an. L'encours des titres d'OPCVM monétaires détenus par les agents non financiers s'est contracté de 1,7 % en mars et de 13,2 % sur douze mois ; celui des titres de créances négociables a diminué de 1,2 % en mars et de 15,5 % en rythme annuel.

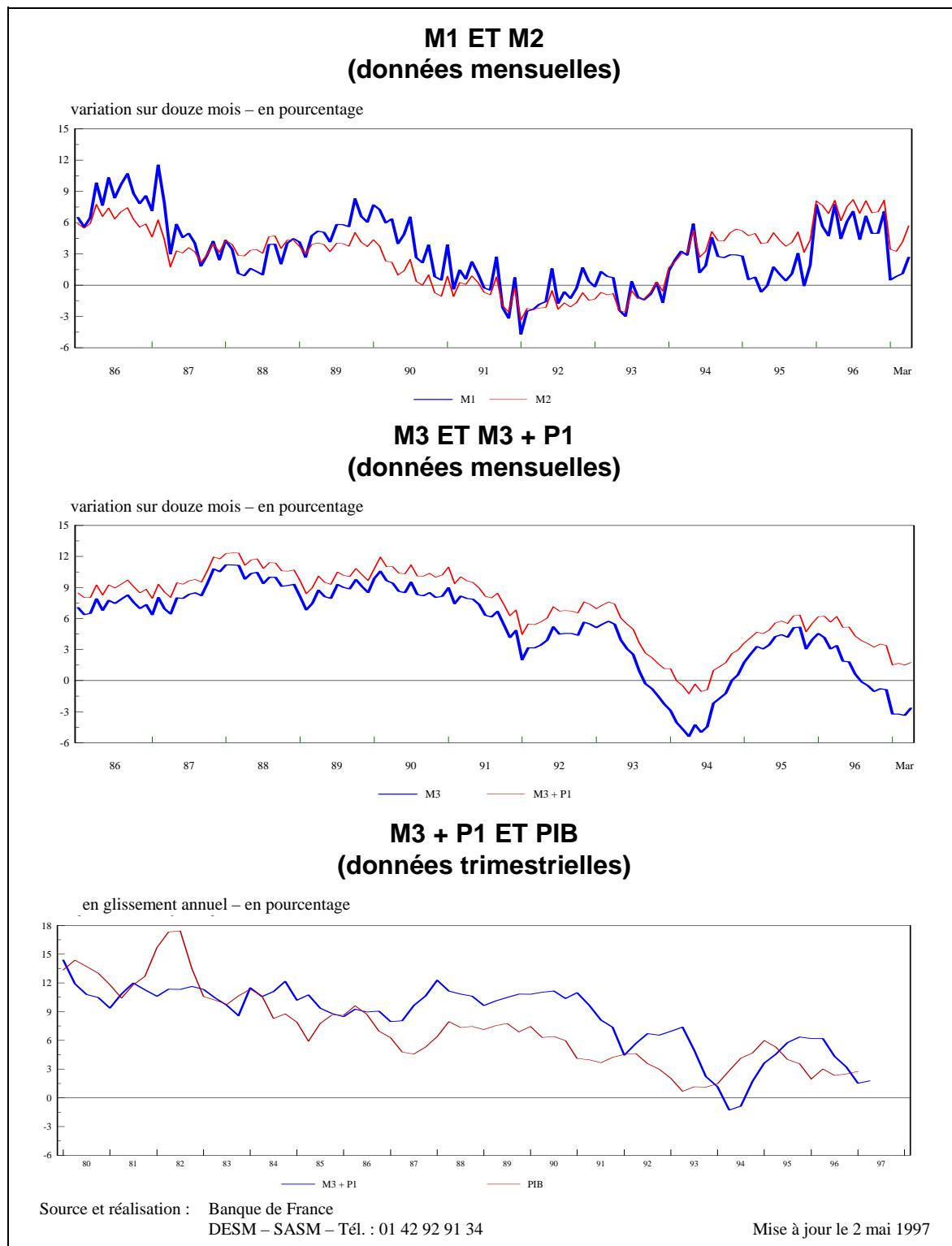
## 6.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



Les produits d'épargne contractuelle, qui composent l'agrégat P1, continuent d'être privilégiés par les ménages. Ainsi, P1 s'est accru de 0,7 % en mars.

Son glissement annuel a atteint 15,4 %. La progression annuelle de ses principales composantes est demeurée très soutenue. En rythme annuel, les plans d'épargne-logement (PEL) se sont accrus de 20,5 % et les plans d'épargne populaire de 11,9 %. Les placements en titres d'OPCVM garantis sont également restés très dynamiques (+ 39,2 % sur un an).

## 6.1.5. Mise en perspective de M1, M2, M3, M3 + P1

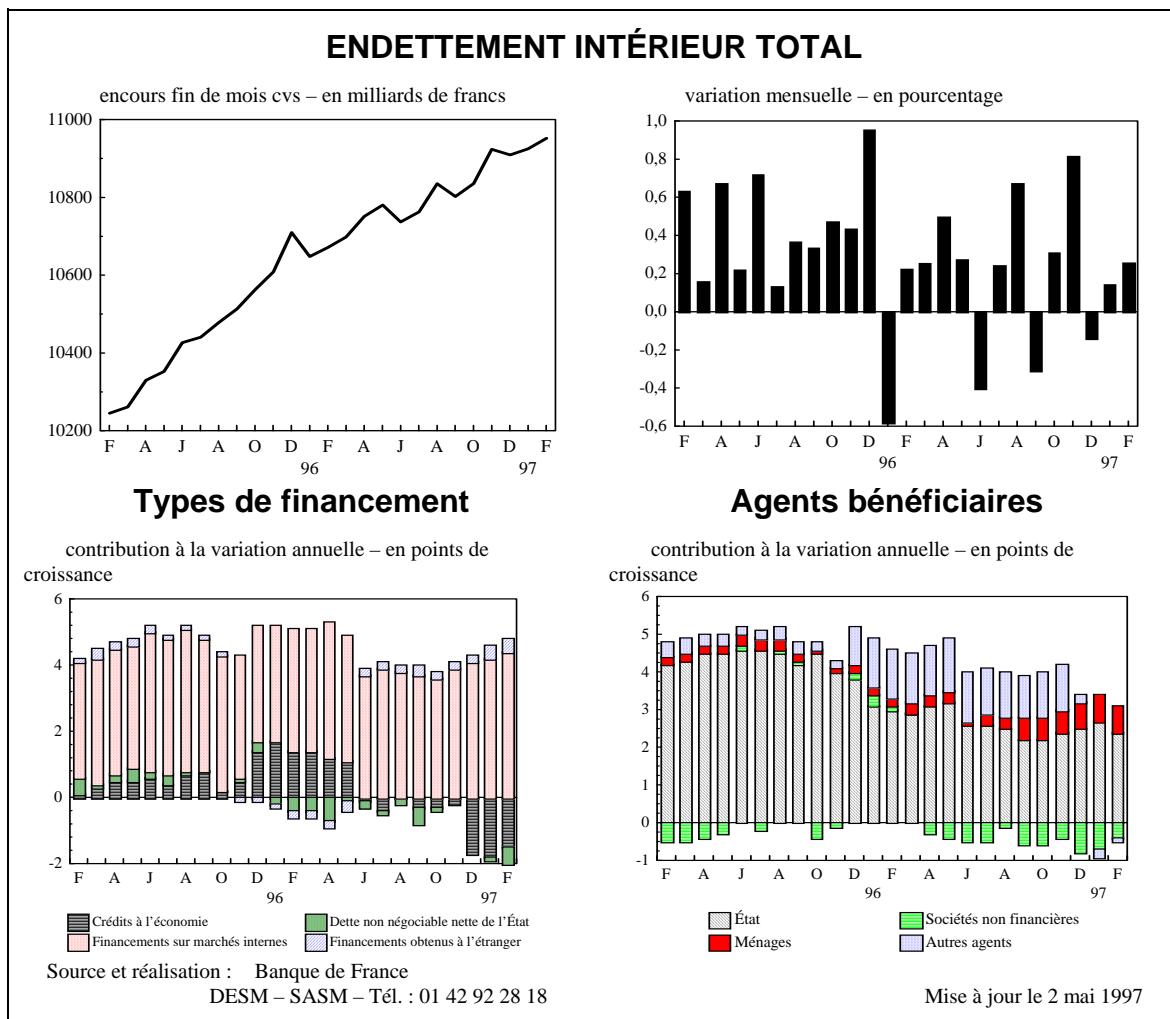


## 6.2. Le financement de l'économie

(à fin février 1997)

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>					
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois brut (a)	
	Février 1997	Janvier 1997	Février 1997	Décembre 1996	Février 1997
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL.....</b>	<b>10 886,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>
– État .....	3 569,0			8,3	7,8
– Sociétés .....	3 742,9			- 2,3	- 1,0
– Ménages .....	2 587,1			3,1	3,0
– Autres (b).....	987,7			2,2	- 0,9
<b>CRÉDITS À L'ÉCONOMIE.....</b>	<b>6 264,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>- 2,3</b>	<b>- 2,1</b>
– Sociétés .....	2 854,5	- 0,1	0,4	- 4,9	- 3,6
– Ménages .....	2 587,1	0,3	- 0,2	3,1	3,0
– Autres (b).....	822,8	0,3	- 1,1	- 11,1	- 13,8
<b>DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c) .....</b>	<b>287,5</b>	<b>- 20,4</b>	<b>- 16,6</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 16,4</b>
<b>FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d) ....</b>	<b>4 062,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>12,4</b>	<b>12,8</b>
<i>Sur le marché monétaire .....</i>	<i>1 414,1</i>	<i>2,4</i>	<i>2,5</i>	<i>8,8</i>	<i>9,1</i>
– État.....	1 153,2			2,8	3,5
– Sociétés .....	232,2			27,7	27,4
– Autres (b).....	28,8			–	–
<i>Sur le marché obligataire .....</i>	<i>2 648,1</i>	<i>0,8</i>	<i>1,0</i>	<i>14,3</i>	<i>14,9</i>
– État .....	2 092,6			13,8	14,6
– Sociétés .....	456,0			7,0	4,6
– Autres (b) .....	99,4			–	–
<b>CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS .....</b>	<b>123,0</b>	<b>0,8</b>	<b>8,7</b>	<b>3,4</b>	<b>9,9</b>
<b>OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER .....</b>	<b>149,7</b>	<b>22,5</b>	<b>- 2,8</b>	<b>19,3</b>	<b>27,2</b>
(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période est réintégré dans l'encours de fin de période.					
(b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance.					
(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.					
(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents					
Source et réalisation :Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18					
Mise à jour le 2 mai 1997					

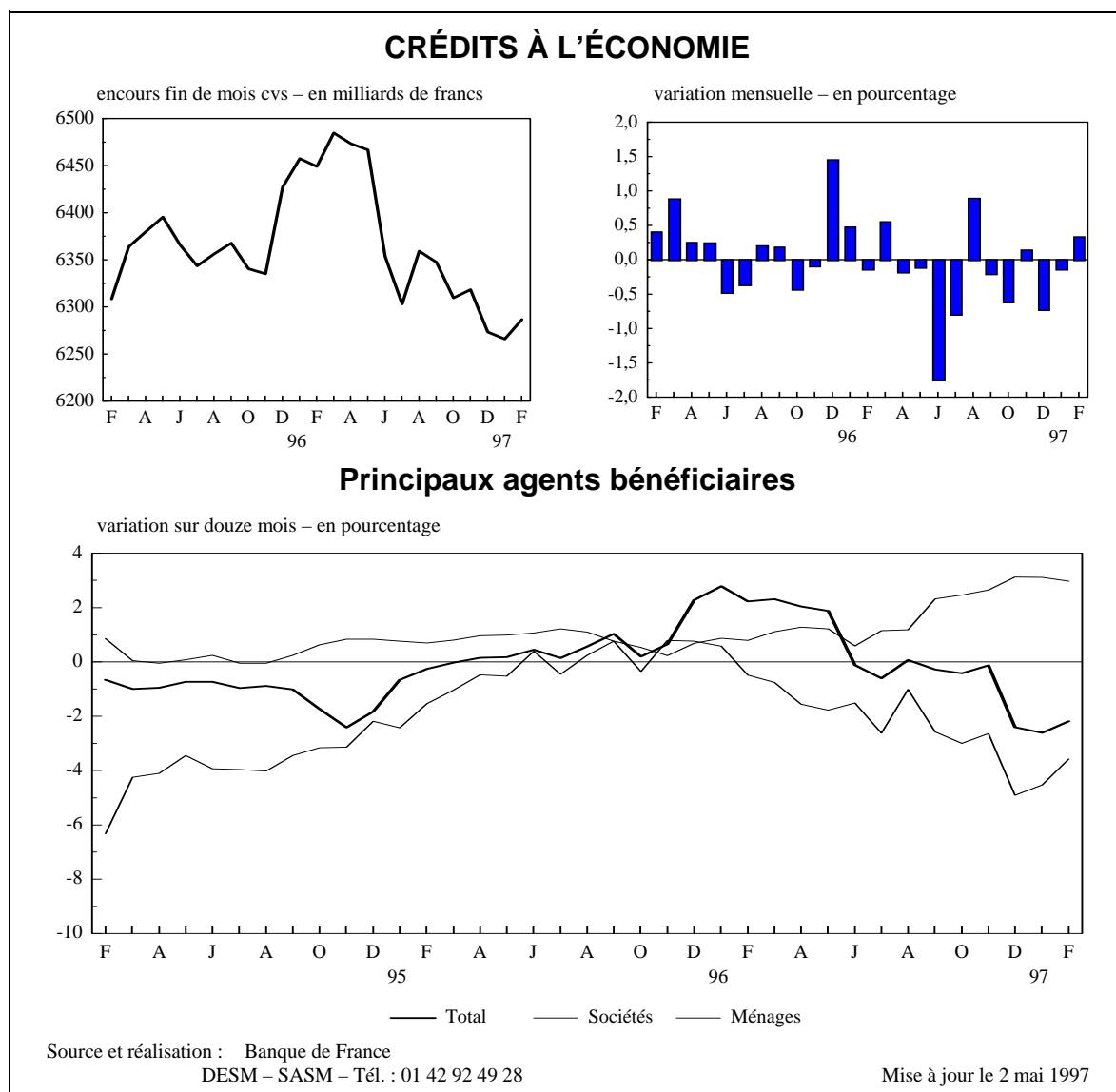
## 6.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)



L'endettement intérieur total s'est accru de 0,3 % en février 1997, s'établissant à 10 886,6 milliards de francs. Sur un an, son augmentation a atteint 2,9 %.

En glissement annuel, l'endettement de l'État s'est accru de 7,8 % et celui des ménages de 3,0 %. En revanche, l'endettement des sociétés s'est réduit de 1 %. La forte progression annuelle des financements levés sur les marchés internes contraste avec la baisse des encours de crédit (+ 12,8 %, contre - 2,1 % à fin février).

## 6.2.2. Les crédits<sup>1</sup>



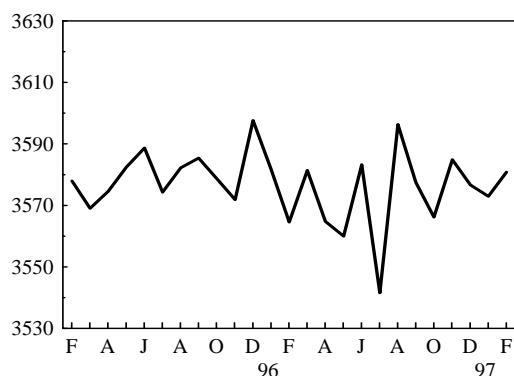
Les crédits à l'économie ont atteint 6 264,2 milliards de francs à fin février 1997, progressant de 0,3 % sur le mois. Leur glissement annuel s'est établi à -2,1 % (et à -0,6 % hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale — Acoss).

Sur un an, les crédits aux ménages ont progressé de 3,0 %, alors que ceux distribués aux sociétés se sont contractés de 3,6 %.

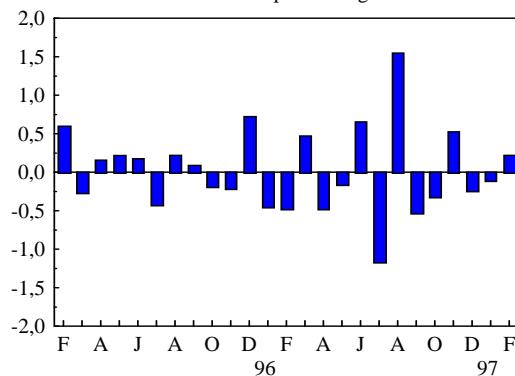
<sup>1</sup> On distingue les crédits à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents d'une part, les crédits bancaires distribués par l'ensemble des banques résidentes (hors sociétés financières, établissements financiers spécialisés et établissements de crédit non assujettis à la loi bancaire de 1984) d'autre part.

## CRÉDITS BANCAIRES

encours fin de mois cvs – en milliards de francs

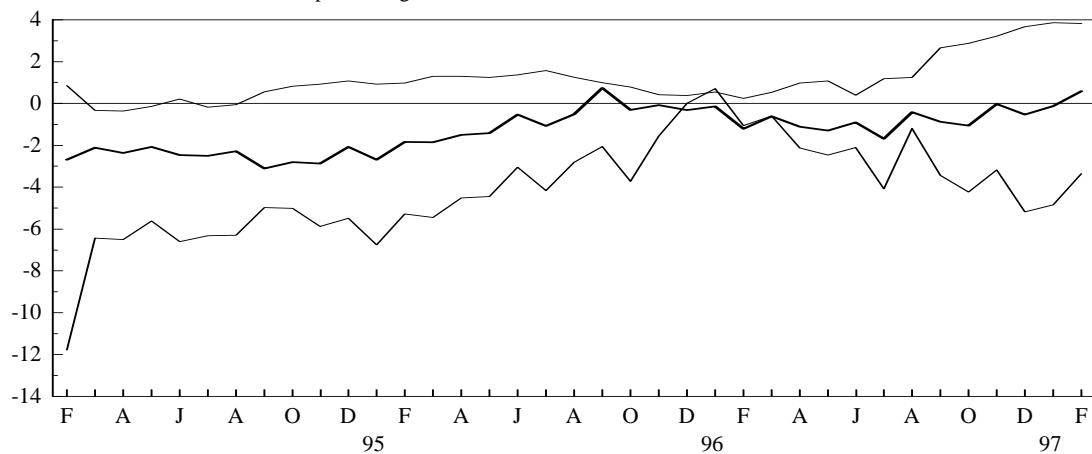


variation mensuelle – en pourcentage



### Principaux agents bénéficiaires

variation sur douze mois – en pourcentage



— Total — Sociétés — Ménages

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 2 mai 1997

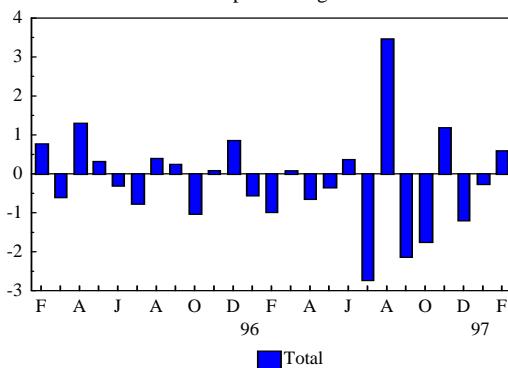
Les crédits bancaires ont atteint 3 556,8 milliards de francs à fin février 1997, enregistrant une hausse de 0,2 % sur le mois. Leur glissement annuel s'est établi à + 0,7 %.

Sur un an, le net repli des crédits aux sociétés (- 3,4 %) a été compensé par la progression des crédits aux ménages (+ 3,8 % à fin février).

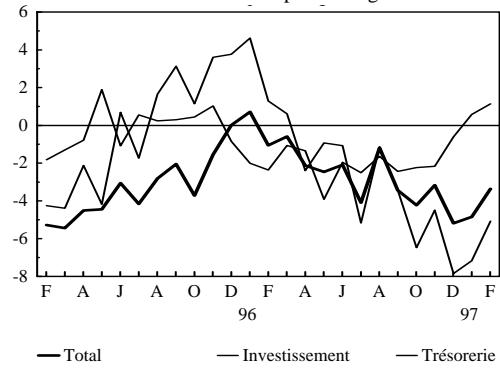
## CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENT ET PAR OBJET

### Sociétés

variation mensuelle – en pourcentage

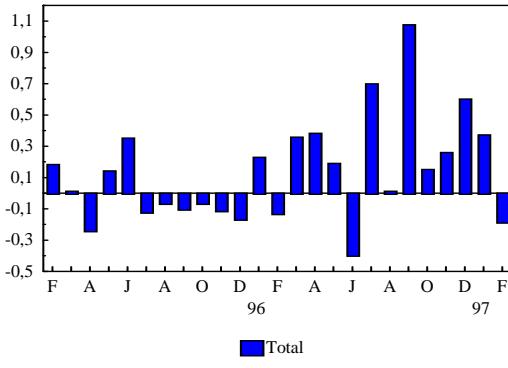


variation sur douze mois – en pourcentage

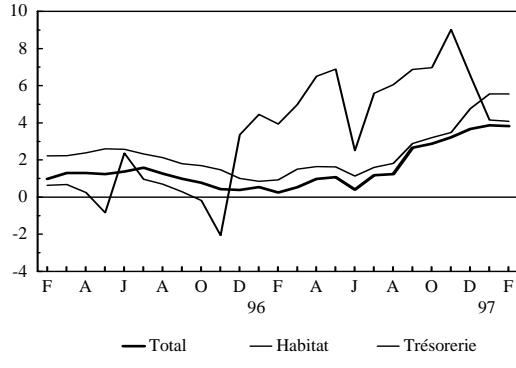


### Ménages

variation mensuelle – en pourcentage



variation sur douze mois – en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

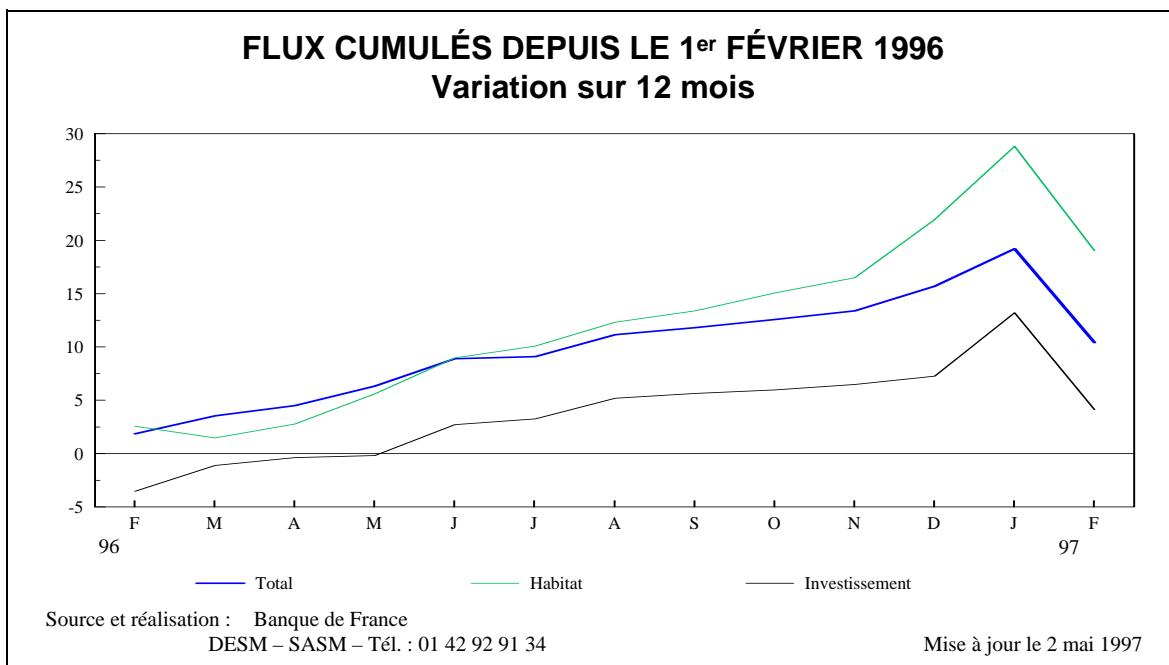
Mise à jour le 2 mai 1997

Les crédits bancaires aux sociétés ont progressé de 0,6 % en février 1997. Sur un an, leur recul est prononcé et reflète essentiellement la forte diminution des crédits de trésorerie aux sociétés (- 5,1 %), alors que les crédits à l'investissement ont légèrement progressé au cours de la même période (+ 1,1 %).

Les crédits bancaires aux ménages ont baissé de 0,2 % en février 1997. En glissement annuel, leur croissance a atteint 3,8 %, la nette progression des concours aux particuliers (+ 5,6 %) dépassant la diminution des prêts aux entrepreneurs individuels (- 1,2 %). On observe notamment le fort dynamisme des crédits à l'habitat (+ 5,6 %) et des crédits de trésorerie des particuliers (+ 4,1 %).

### 6.2.3. Estimation des prêts nouveaux<sup>1</sup>

FLUX CUMULÉS DEPUIS LE 1 <sup>er</sup> FÉVRIER 1996 Variation sur 12 mois			
		(en pourcentage)	
	Total	Habitat	Investissement
1996			
Février.....	1,9	2,6	-3,5
Mars.....	3,5	1,5	-1,1
Avril.....	4,5	2,8	-0,4
Mai.....	6,3	5,6	-0,2
Juin .....	8,9	9,0	2,7
Juillet .....	9,1	10,0	3,2
Août .....	11,2	12,3	5,2
Septembre .....	11,8	13,4	5,7
Octobre .....	12,6	15,0	6,0
Novembre .....	13,4	16,5	6,5
Décembre.....	15,7	22,0	7,3
1997			
Janvier.....	19,2	28,8	13,2
Février.....	10,4	19,0	4,1
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 91 34		Mise à jour le 2 mai 1997	



Pour l'ensemble des prêts nouveaux, le flux décaissé sur les deux premiers mois de 1997 a augmenté de 10,4 % par rapport à la même période de 1996.

La progression de cet indicateur s'est établie à 19,0 % pour les prêts à l'habitat et à 4,1 % pour les prêts à l'investissement.

<sup>1</sup> Les prêts nouveaux se limitent aux prêts amortissables. Les données sont collectées auprès d'un échantillon d'établissements de crédit (cf. notice méthodologique).

## NOTICE MÉTHODOLOGIQUE

### **1. Sources**

*La production et l'analyse des statistiques mensuelles sur la monnaie et le financement sont assurées au sein de la direction générale des Études de la Banque de France, par la direction des Études et Statistiques monétaires (DESM), et plus particulièrement par le service des Analyses et Statistiques monétaires (SASM).*

*Les statistiques sur les placements et les financements intermédiaires sont établies à partir des bilans comptables des institutions financières résidentes. Ces situations sont obtenues soit par le truchement du Secrétariat général de la Commission bancaire (SGCB) en ce qui concerne les établissements de crédit, soit par celui de la Commission des opérations de bourse s'agissant des OPCVM, soit directement auprès des organismes financiers qui ne rentrent pas dans le champ de la loi bancaire (Banque de France, Trésor public, Caisse des dépôts et consignations, services financiers de La Poste, Caisse nationale d'épargne, Caisse nationale des autoroutes, Caisse nationale des télécommunications, fonds communs de créances).*

*L'évolution des placements effectués et des financements obtenus sur les marchés internes ou à l'étranger est mesurée à partir des données fournies par la direction des Marchés de capitaux et la direction de la Balance des paiements de la Banque de France.*

*Les données sur les prêts nouveaux sont collectées auprès d'un échantillon de 12 établissements de crédit représentant environ 52 % des encours de crédits à l'habitat et 54 % des encours de crédits à l'investissement.*

### **2. Confection des statistiques mensuelles sur la monnaie et le financement**

*Le déroulement des opérations de production est commandé par les délais de confection et de transmission au SGCB des situations comptables mensuelles des établissements de crédit. En effet, la remise de ces documents n'est exhaustive que pour les dates d'arrêté correspondant à la fin de chaque trimestre civil. Les établissements dont l'activité excède un seuil fixé par la Commission bancaire fournissent des déclarations mensuelles dans un délai de 35 jours calendaires. Ils sont actuellement au nombre de 120 environ.*

*En conséquence, la première estimation des agrégats monétaires afférents à un mois donné est réalisée au plus tard à la fin du mois suivant, à partir des résultats provisoires communiqués au SASM par un échantillon d'établissements de crédit composé des 15 banques ou réseaux les plus représentatifs. Cet échantillon permet de couvrir environ 90 % de l'agrégat M3. Les résultats obtenus sont extrapolés à l'ensemble des établissements, au moyen de coefficients équivalents à la part de l'échantillon dans l'ensemble pour chaque catégorie de placement et calculés sur la dernière échéance trimestrielle disponible.*

*Avant la fin du deuxième mois suivant une date d'arrêté mensuel donnée, une première révision des agrégats monétaires est effectuée par exploitation des situations comptables des quelque 120 établissements de crédit assujettis à déclaration mensuelle. En outre, ces situations sont utilisées pour estimer les encours de crédit portés par l'ensemble des établissements, l'échantillon déclarant portant sur 70 % environ des encours globaux recensés au trimestre. On procède également à une estimation de la décomposition des crédits par agent bénéficiaire pour l'ensemble des établissements de crédit et à une estimation de la ventilation par agent et par objet des crédits à la clientèle distribués par l'ensemble des banques.*

....

*Les données sur les encours de crédit sont utilisées, avec d'autres issues de la situation résumée des opérations du Trésor, des statistiques d'émissions obligataires établies par la DESM et par la direction de la Balance des paiements, pour calculer l'endettement intérieur total (EIT).*

*Les données d'échantillonnage sur la production de crédit portent sur les prêts amortissables selon un échéancier, octroyés en francs ou en devises étrangères à la clientèle résidente et réellement versés aux bénéficiaires, sans déduction des amortissements correspondant aux prêts accordés antérieurement. En sont exclus : les prêts aux non-résidents, les prêts non amortissables selon un échéancier (avances en compte, ouvertures de crédit permanent, escompte, crédit revolving ...).*

*Sauf mention contraire, les données manquantes sont estimées par report du dernier point connu. L'ensemble des statistiques d'encours est révisé lors du traitement des échéances trimestrielles, seulement pour les mois correspondant à des fins de trimestre. D'autres révisions peuvent intervenir à l'occasion des mises à jour apériodiques des résultats retraçant les placements et les financements.*

### **3. Présentation des résultats**

*En général, les données de base sont des encours bruts en fin de mois. Les variations mensuelles sont appréciées sur la base de données corrigées des variations saisonnières (cvs). Cette correction est effectuée par la méthode census X-11 du logiciel SAS (modèle multiplicatif). Les variations sur 12 mois sont mesurées au moyen des deux indicateurs suivants.*

*– Le glissement sur 12 mois de l'encours fin de mois brut, exprimé en pourcentage, permet de rendre compte de l'évolution annuelle passée de l'encours brut.*

*Si  $X_t$  est l'encours brut en fin de mois  $t$ , son glissement sur 12 mois en pourcentage est égal à :  $\left( \frac{X_t}{X_{t-12}} - 1 \right) * 100$ .*

*– Le taux annualisé du glissement sur 3 mois des encours fin de mois cvs, exprimé en pourcentage, vise à retracer la tendance annuelle sur la période récente.*

*Si  $X_t^*$  est l'encours cvs en fin de mois  $t$ , le taux annualisé de son glissement sur 3 mois, exprimé en pourcentage, est égal à :  $\left( \left( \frac{X_t^*}{X_{t-3}^*} \right)^4 - 1 \right) * 100$ .*

*Sauf mention contraire, les évolutions annuelles des agrégats de monnaie, de placement et de financement sont représentées et commentées à partir des glissements sur 12 mois des encours fin de mois bruts.*

*En outre, s'agissant des crédits, le calcul des glissements annuels est effectué après réintégration au mois de référence du cumul des opérations de défaisance (cessions d'encours de crédit à des organismes ne pouvant être considérés comme des institutions financières) qui sont intervenues depuis un an.*

*Les variations annuelles rendant compte de l'évolution des prêts nouveaux sont corrigées des effets des jours ouvrables (cjo), en supposant qu'un jour ouvrable de plus entraîne de façon automatique un jour de production supplémentaire. Par jours ouvrables, on entend les jours hors samedis, dimanches et jours fériés.*

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

# LE MARCHÉ DE L'ARGENT À COURT TERME SUR LA PLACE DE PARIS PERSPECTIVES EUROPÉENNES

Intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur de la Banque de France,  
devant l'Académie de comptabilité<sup>1</sup>, à Paris, le 22 avril 1997

## 1. Le marché monétaire : état des lieux

### 1.1. *Le marché monétaire français : grandes lignes caractéristiques et principaux intervenants*

Ainsi que vous le savez, le marché monétaire peut être défini comme le marché de l'argent à court et moyen terme par opposition au marché financier sur lequel s'effectuent emprunts et placements à long terme, même si la diversification des acteurs et des instruments a rendu cette distinction plus floue que par le passé. C'est ce marché qui est le théâtre des interventions (au sens large) de la Banque de France pour la mise en œuvre de sa politique monétaire au moyen du jeu des taux d'intérêt.

Jusqu'en 1985, le marché monétaire était réservé aux établissements de crédit et aux établissements non bancaires admis au marché monétaire (les fameux « ENBAMM »), à l'exclusion des entreprises et des particuliers. Depuis les réformes de 1985 qui ont ouvert et décloisonné le marché, celui-ci comporte plusieurs compartiments en fonction de la nature des intervenants mais aussi du type de support utilisé : un marché interbancaire dont l'accès est strictement limité aux établissements de crédit, sur lequel la Banque intervient pour mener une bonne part de ses actions, et par ailleurs un marché des titres de créances négociables et des bons du Trésor, un marché de produits dérivés et un marché de la pension livrée — je définirai brièvement ces concepts dans un instant. Ces « compartiments » du marché monétaire, selon l'expression que j'ai employée, sont ouverts à tous les investisseurs : entreprises, gérants de Sicav et de fonds communs de placement, particuliers.

Sur le marché interbancaire, les volumes échangés correspondent, pour l'essentiel, à des ajustements de trésorerie et portent sur des sommes très importantes. Ils sont donc concentrés sur les échéances les plus courtes : outre l'argent au jour le jour, compartiment sur lequel se traitent chaque jour plus de 150 milliards de francs, les échanges de capitaux sont particulièrement étoffés sur les durées allant jusqu'à trois mois, et restent substantiels au-delà, jusqu'à un an.

Les autres compartiments du marché monétaire sont eux aussi très actifs, en comportant l'emploi de supports variés :

– les *bons du Trésor* : avec un encours de plus de 1 000 milliards de francs actuellement, le marché secondaire des bons du Trésor — tout comme celui des obligations du Trésor — figure parmi les premiers marchés d'Europe si l'on considère sa liquidité et son degré de développement en termes techniques ;

<sup>1</sup> Exposé préparé avec l'aide de Pierre-Olivier Cousseran, chef du service de la Cellule monétaire à la direction des Marchés de capitaux

– les *titres de créances négociables*, dont le marché, mis en place entre 1985 et 1987, s'est rapidement développé, en liaison avec l'essor des OPCVM et des émissions effectuées par les banques et les entreprises. Il est ouvert à l'ensemble des agents économiques et englobe plusieurs grandes familles de titres dont l'encours global était de l'ordre de 1 350 milliards de francs à fin mars : billets de trésorerie émis par les entreprises non financières (240 milliards), certificats de dépôt émis par les banques (630 milliards), bons des institutions et sociétés financières (BISF) et des institutions spécialisées (40 milliards) et enfin bons à moyen terme négociables (BMTN), créés il y a relativement peu de temps (1992), pour permettre aux entreprises comme aux banques de lever des fonds sur des durées plus longues (440 milliards).

Ces supports sont utilisés dans le cadre de techniques et d'instruments qui se sont développés et affinés au cours des dernières années.

– En ce qui concerne la *pension livrée*, vous savez qu'étant utilisée comme moyen privilégié de refinancement des portefeuilles de valeurs du Trésor, elle a pris une place croissante depuis 1992 dans les transactions entre banques et entre les divers acteurs du marché monétaire. Son développement s'explique par sa sécurité juridique — assurée par une loi et une convention-cadre élaborée par les professionnels, approuvées par la Banque de France — ainsi que par la liquidité du marché, assurée par les spécialistes en valeurs du Trésor qui forment un réseau d'une vingtaine de « teneurs de marché ».

– Restent enfin les *produits dérivés* sur les instruments de taux d'intérêt (*futures*, *options*, *swaps* de taux) qui ont également connu un développement très important au cours des récentes années. Ces produits dont l'utilité n'est plus à démontrer pour les entreprises, comme instruments de couverture du risque de taux et d'arbitrage, sont négociés sur les marchés organisés (contrat Pibor 3 mois sur le Matif) ou de gré à gré (*swaps* de taux, *options*).

La Banque de France n'est pas systématiquement présente sur l'ensemble de ces segments que je viens de rappeler, mais elle en assure la surveillance. Si elle est surtout active sur le marché interbancaire, son théâtre d'opérations habituel, elle peut agir également sur le marché monétaire ouvert, sous forme de transactions fermes sur bons du Trésor ou de pensions sur ces mêmes supports. C'est ce qui s'appelle, dans le jargon des banquiers centraux, l'*« open market »*.

Depuis le milieu des années quatre-vingt, les réformes intervenues sur le marché financier ont permis le décloisonnement et l'unification des marchés de capitaux : réforme de la loi bancaire en 1984, levée de l'encadrement du crédit l'année suivante, libéralisation progressive du contrôle des changes, achevée en janvier 1990, et réforme de la gestion de la dette publique, avec la création des bons du Trésor négociables en 1985. Cette entreprise de modernisation et de déréglementation sans précédent en France a fait de notre marché l'un des plus dynamiques et des plus liquides d'Europe.

Les nouveaux instruments précédemment décrits ont permis d'élargir les fonctions du marché monétaire : d'abord simple possibilité d'échange de fonds entre banques, celui-ci est devenu le lieu habituel d'opérations d'arbitrage et de couverture.

Mais la modernisation entreprise concerne aussi les structures de la place.

Deux pôles sont indispensables au bon fonctionnement du marché :

– le système de paiement géré par la Banque qui est en cours de modernisation, avec la mise en place à l'automne prochain de TBF (système de règlement brut, par opposition aux systèmes de règlements nets, type compensation, en temps réel de gros montant), qui garantira l'irrévocabilité des transactions et auquel se connecteront les divers systèmes de règlements gérés par les banques, aboutissant à une structure administrative et à une plate-forme informatique commune : la Centrale des règlements interbancaires (CRI) ;

— la Sicovam, dépositaire central des valeurs mobilières. Celle-ci gère le système de règlement-livraison sur valeurs mobilières (Relit) et est en train de reprendre le système Saturne, développé par la Banque de France, qui traite les bons du Trésor et les titres de créances négociables. Le nouveau système intégré de règlement-livraison de titres, appelé Relit grande vitesse (RGV), sera opérationnel dès cette année. Il unifiera les deux systèmes actuels (Relit et Saturne) et offrira un dispositif de règlement des transactions sur titres avec un dénouement irrévocable en cours de journée en s'appuyant sur le système TBF pour le règlement en espèces.

En ce qui concerne, enfin, les *autorités de place*, dont le rôle est de veiller à la sécurité et à la transparence des marchés ainsi qu'à la protection des investisseurs, j'insisterai simplement sur un chapitre récent et sans doute fondamental : la mise en place de la *loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996* transposant la directive européenne sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, plus connue sous l'appellation de « DS1 ».

Aboutissement d'une longue entreprise de transformation du paysage financier en France, celle-ci consacre la reconnaissance des différents métiers fournissant des services d'investissement, tout en assurant l'autonomie des métiers du titre par rapport aux métiers du crédit. La loi rénove également l'organisation institutionnelle de la place de Paris en créant, à côté des autorités publiques, une autorité professionnelle unifiée, le Conseil des marchés financiers (CMF), issu de la fusion du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil du marché à terme. La tutelle des organismes bancaires et financiers est partagée entre plusieurs instances, la COB, le CMF et la Commission bancaire, qui contrôle désormais, outre les établissements de crédit, les entreprises d'investissement. À l'intérieur de ce dispositif, la Banque de France est présente, siégeant dans toutes ces autorités. En outre, elle est représentée au conseil d'administration des deux entreprises de marché (SBF, Matif SA).

Après cette analyse, j'en viens maintenant à l'examen des taux d'intérêt actuels sur le marché de l'argent à court terme.

## **1.2. Les taux pratiqués sur le marché de l'argent à court terme**

Les taux directeurs de la Banque de France ont été abaissés de manière très sensible et continue. Depuis la mi-1995, le Conseil de la politique monétaire a procédé à douze ajustements consécutifs du taux d'appel d'offres, principal taux d'intervention de la Banque, qui se sont traduits par une diminution de 135 points de base. Ce taux directeur a ainsi été ramené en l'espace d'un an de 4,45 % à 3,10 %, soit un niveau extrêmement bas, non seulement en comparaison avec ceux de la plupart des pays développés mais aussi dans une perspective historique. Il faut remonter à quatre décennies, en 1954, pour retrouver un seuil comparable (3 %) pour ce qui était à l'époque le principal taux directeur de la Banque, c'est-à-dire le taux d'escompte.

Quant au taux des pensions de 5 à 10 jours, deuxième taux officiel de la Banque et qui signale, en quelque sorte, un plafond au loyer de l'argent au jour le jour, il a été abaissé à cinq reprises pendant la même période et ramené de 5,85 % à 4,60 %. Ce dernier niveau est sans précédent depuis que ce guichet a été mis en place il y a 14 ans. Il est à souligner que ce mouvement prolonge une tendance engagée depuis l'automne 1995, et s'inscrit dans le droit fil des orientations prises à l'époque par le Conseil de la politique monétaire, en réponse à l'affirmation forte de l'engagement de l'État en faveur de la réduction des déficits publics et sociaux, et de la construction européenne. Il a été également mis en œuvre en tenant compte d'un contexte marqué à la fois par une croissance relativement faible en France et en Europe, la maîtrise de l'inflation et l'amélioration de la tenue de notre monnaie vis-à-vis des monnaies les plus crédibles du Système monétaire européen.

Cette détente graduelle et résolue a montré la voie aux taux de marché. Grâce à elle, ainsi qu'à la bonne tenue du franc, les taux d'intérêt à court terme comme d'ailleurs les taux à long terme — mais nous sortirions du sujet si j'insistais trop lourdement, néanmoins, je ne peux pas ne pas mentionner leur évolution — ont eux aussi très significativement baissé depuis la fin 1995. L'ensemble des taux du marché interbancaire jusqu'à un an a enregistré une diminution proche de 150 points de base pour revenir à des niveaux que nous ignorions depuis près d'une trentaine d'années, entre 3,25 % sur le jour le jour et 3,55 % jusqu'à un an. Du fait de cette tendance, l'écart du taux à 3 mois entre les États-Unis et la France s'est creusé, tandis que nos taux se rapprochaient des taux allemands.

### **1.3. Les opérations de la Banque sur le marché monétaire**

Je rappelle que l'objectif final de la politique monétaire inscrit à l'article premier de la loi du 4 août 1993 définissant le statut de la Banque est la stabilité des prix. Pour 1997, il s'agit, comme en 1996 et 1995, d'assurer une progression des prix à la consommation inférieure à 2 % dans l'année comme à moyen terme. Afin de réaliser cet objectif final, la Banque se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne :

- la stabilité de la valeur externe de la monnaie, c'est-à-dire la stabilité du franc par rapport au groupe des monnaies les plus crédibles du mécanisme de change européen ;
- un objectif interne de croissance de la masse monétaire appréciée par l'évolution de plusieurs agrégats monétaires étroits et larges.

Toutefois, d'un point de vue strictement opérationnel, la politique monétaire de la Banque de France est une politique de taux. De manière concrète, elle consiste, pour l'essentiel, à assurer que le loyer de l'argent au jour le jour sur le marché interbancaire, principale cible opérationnelle, s'établisse à des niveaux propres à permettre la réalisation de ses objectifs. Comme je l'ai déjà indiqué, ce pilotage du taux à 24 heures permet d'influer sur l'ensemble de la gamme des taux courts et de façon plus diffuse sur les rendements longs.

Pour la mise en œuvre de sa politique de taux, la Banque de France utilise deux instruments officiels dont j'ai déjà décrit l'évolution récente : les pensions sur appel d'offres et le guichet des pensions de 5 à 10 jours. Pour mettre en œuvre ces procédures, la Banque de France s'appuie sur un réseau de 26 opérateurs principaux du marché qu'elle a agréés. Je rappelle que, en France, le système bancaire est « en banque », c'est-à-dire qu'il est caractérisé de manière quasi permanente par un besoin de refinancement qui peut être estimé actuellement à une centaine de milliards de francs. Ce besoin est essentiellement couvert par des prises en pension sur appels d'offres. Il s'agit d'un financement bi-hebdomadaire à une semaine d'échéance, les supports admis étant les bons du Trésor, certains billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables, ou bien encore des crédits bancaires de durée résiduelle inférieure à deux ans consentis à des entreprises bénéficiant d'une cote favorable de la part de la Banque de France.

Outre le dispositif des taux directeurs, la Banque de France s'appuie sur des *réserves obligatoires*. Elles imposent aux établissements de crédit de maintenir des avoirs à la Banque de France sous la forme de dépôts non rémunérés et élargissent donc la demande de monnaie centrale, autrement dit le besoin de refinancement des banques. Ces réserves sont constituées en moyenne sur un mois et sont proportionnelles aux passifs monétaires des établissements de crédit, c'est-à-dire leurs dépôts et autres ressources à court terme collectées en francs auprès de la clientèle. Les taux de ces réserves obligatoires sont très bas depuis 1992 : 1 % des ressources à vue et 0,5 % des autres passifs en francs d'une durée allant jusqu'à un an. Au total, les réserves ne représentent pas, aujourd'hui, plus de 5 % du besoin de refinancement du système bancaire.

La conduite d'une politique de taux d'intérêt rend nécessaire le réglage de la liquidité des banques et donc une gestion relativement précise de l'offre de monnaie centrale. Celle-ci doit, en effet, s'ajuster aux variations de la demande, afin d'éviter de trop importantes fluctuations du taux au jour le jour. Elle nécessite que la Banque de France recoure à des actions de réglage fin dans le cadre des opérations dites d'*« open market »*.

Ces opérations, qui se sont développées depuis 10 ans, ont en commun d'être toujours menées aux conditions du marché :

- il s'agit de prêts ou d'emprunts directement effectués sur le marché interbancaire proprement dit, généralement à 24 heures ;
- mais aussi d'achats ou de ventes ferme de bons du Trésor sur le marché secondaire à des échéances allant de 1 mois à 5 ans ;

– les interventions peuvent enfin être également menées sous forme de prises et mises en pension livrée de bons du Trésor sur des durées allant de quelques jours à quelques semaines. Effectuées, pour l'essentiel, avec les spécialistes en valeurs du Trésor, elles permettent d'agir sur des montants élevés et de moduler avec toute la flexibilité requise le volume et les échéances du refinancement des banques.

## 2. Les transformations liées à la mise en œuvre de l'UEM et de la politique monétaire unique

J'en viens maintenant au second volet de mon intervention par lequel je tenterai de tracer les perspectives que nous réservent, à un horizon désormais proche, le passage à l'euro. J'insisterai naturellement sur l'aspect politique monétaire unique qui doit en résulter et sur les modalités opérationnelles de ce basculement, pour les banques centrales comme pour le marché monétaire.

### 2.1. Une politique monétaire unique, mise en œuvre de manière déconcentrée

Comment la politique monétaire unique sera-t-elle définie et mise en œuvre ?

Il serait prématuré d'esquisser, sur le plan de la stratégie, les objectifs intermédiaires qui seraient éventuellement assignés à la politique monétaire unique pour réaliser son objectif final qui ne pourrait être autre que la stabilité des prix. Un objectif externe est exclu mais un choix de principe subsiste sur l'objectif interne, entre ciblage d'un agrégat et celui d'un taux d'inflation ou bien la combinaison des deux.

En revanche, il n'existe aucune incertitude sur l'aspect opérationnel : la politique monétaire unique sera une politique de taux d'intérêt, dans la lignée des actions de régulation monétaire conduites aujourd'hui dans l'ensemble des pays membres de l'Union européenne.

Sa mise en œuvre reposera sur trois principes essentiels :

– *unicité*, c'est-à-dire unicité de la conception et de la direction des opérations. Par nature, la politique monétaire de la zone euro sera du seul ressort de la Banque centrale européenne (BCE). Les décisions de la BCE s'imposeront à l'ensemble de la zone euro, au sein de laquelle les taux d'intérêt à court terme seront identiques, puisque le marché monétaire de l'euro sera totalement unifié ;

– *continuité*, ce qui signifie que l'on écarte tout bouleversement des techniques d'intervention par rapport aux pratiques actuelles ;

– *décentralisation*, ce qui veut dire que tout ce qui peut être effectué aussi efficacement de façon déconcentrée doit demeurer de la responsabilité des banques centrales nationales. Chaque banque centrale nationale restera l'interlocuteur naturel des établissements de crédit implantés dans son pays pour l'exécution de la politique monétaire. Le principe d'unicité de la politique monétaire ne s'oppose pas à une mise en œuvre déconcentrée.

C'est donc un mode d'organisation multipolaire qui a été retenu pour définir le cadre opérationnel de la politique monétaire unique et qui est incarné par le système prévu par le traité de Maastricht, c'est-à-dire le Système européen de banques centrales (SEBC).

La Banque de France a toujours été attachée à cette construction multipolaire où les banques centrales nationales seront totalement impliquées dans la mise en œuvre des opérations monétaires car elle assure l'égalité de traitement et l'égalité des chances des différentes places financières.

Dans ce contexte, la BCE sera donc avant tout, sur le plan opérationnel, le centre de décision et de coordination. Les banques centrales nationales se chargeront de mettre en œuvre les opérations régulières, ainsi que les interventions de réglage fin, et seront les points d'accès à la monnaie centrale en euro.

### 2.2. Un dispositif de politique monétaire cohérent et adapté

Le dispositif du SEBC en cours de préparation comporterait *a priori* quatre grandes catégories d'instruments sur lesquels le Conseil des gouverneurs de la BCE arrêtera son choix, au cours du premier semestre de l'an prochain.

### **2.2.1. Deux facilités permanentes**

L'une sera sous forme de prêt marginal à 24 heures et l'autre sous forme de dépôt pour la même durée. Ces facilités utilisables à discrédition serviront, dans le premier cas, à faire face à des besoins temporaires de liquidité et, dans le second, à drainer d'éventuels surplus. Les taux directeurs pratiqués à ces guichets auront naturellement valeur d'indication de l'orientation durable de la politique monétaire. En outre, ils constitueront respectivement les jalons haut et bas délimitant le corridor de fluctuations du loyer de l'argent au jour le jour.

### **2.2.2. Des opérations régulières sur appels d'offres**

Il s'agira principalement d'appels d'offres hebdomadaires pour l'octroi de concours d'une durée de deux semaines, qui pourront être mis en œuvre par le biais d'adjudications à taux fixe *ou* à taux variable, selon les besoins et les circonstances. Ces appels d'offres hebdomadaires de monnaie centrale seront le principal instrument d'alimentation du marché de l'euro et de pilotage des taux d'intérêt. De surcroît, des appels d'offres mensuels pour des refinancements sur une durée de trois mois pourront également être lancés afin de répondre notamment aux besoins des petits établissements. Ils seront en principe effectués à taux variable, dès lors que le SEBC n'a pas vocation à émettre de signaux sur ce segment de la courbe des taux d'intérêt.

### **2.2.3. Des opérations structurelles**

Elles seront sous forme de pensions ou de prêts garantis, d'achats ou de ventes de titres, d'émissions de certificats de dette du SEBC, afin d'agir durablement, si besoin est, sur la liquidité bancaire.

### **2.2.4. Des opérations de réglage fin**

Contrairement aux précédentes, elles seront effectuées avec un cercle plus limité de contreparties agréées à cet effet. Elles pourront, *a priori*, revêtir des formes variées : prises/mises en pension et achats/ventes de titres, swaps de change, reprises de liquidités. Ces opérations seront lancées, en tant que de besoin, à l'initiative de la BCE, et pourront être exécutées par voie d'appels d'offres rapides ou sur la base de transactions bilatérales négociées avec les contreparties.

Ce dispositif pourra être enfin complété par un système de réserves *obligatoires*, éventuellement rémunérées. La Banque de France y est favorable, dans la mesure où un système de réserves obligatoires, fondé sur une moyenne mensuelle, contribue à amortir l'impact des chocs sur la liquidité bancaire et à limiter la volatilité du loyer de l'argent au jour le jour. Il constitue donc un gage d'efficacité pour la conduite de la politique monétaire unique.

En ce qui concerne les techniques de refinancement mises en œuvre, il s'agira principalement, comme aujourd'hui en France, de prises en pension de titres — lorsque les garanties seront des titres négociables gérés dans un système de règlement-livraison — et de prêts garantis lorsqu'il s'agira de créances non négociables telles que les créances privées actuellement mobilisées par la Banque.

Les concours accordés par le SEBC pour la mise en œuvre de sa politique monétaire devront obligatoirement être assortis de sûretés appropriées. Les supports de refinancement proposés, pour pouvoir être admis en garantie, devront répondre à des critères d'éligibilité précis et faire l'objet de procédures de livraison rapides et sûres. Globalement, le dispositif envisagé distinguera deux catégories de supports mobilisables : l'une comprendra des titres éligibles dans l'ensemble de la zone, notamment les titres de la dette publique négociables ; l'autre des instruments de dette que leurs caractéristiques techniques excluront du premier groupe et des créances privées non négociables, tels que, par exemple, les effets admis à l'escompte en Allemagne ou les crédits sur les entreprises bien cotées par la Banque de France. Le système envisagé tend ainsi à assurer l'égalité de traitement entre le papier public et le papier privé, tout en reconnaissant la diversité des situations et pratiques nationales. Toutefois, la diversité des supports ne saurait se traduire par des différences en termes de sécurité juridique. Celle-ci devra être parfaitement assurée. C'est en tenant compte notamment de cette exigence que la Banque a entrepris, en concertation avec la profession bancaire, une modernisation du dispositif de transfert et de gestion des encours de créances privées.

Cette amélioration des procédures de mobilisation, qui sera menée d'ici à la mi-1998, conduira à informatiser le transfert à la Banque des supports mobilisés selon un procédé parfaitement valable juridiquement. Avec un tel dispositif automatisé, il sera dès lors plus facile d'utiliser les créances privées, en même temps que les titres publics négociables, pour les opérations de politique monétaire comme pour les systèmes de paiement garantis.

Conformément à la logique d'intégration du marché financier de l'euro et à l'impératif d'égalité de traitement des contreparties, les établissements bancaires disposeront par ailleurs d'une facilité de mobilisation transfrontière des garanties au travers d'un mécanisme géré par les banques centrales nationales. Il sera en effet possible à un établissement d'apporter en garantie à la banque centrale de sa place d'origine, sur laquelle il se refinancera, des titres ou des créances détenus en propre chez un dépositaire situé dans un autre pays de la zone euro. Un établissement français pourra ainsi, dans le cadre de son refinancement auprès de la Banque de France, mettre en garantie des titres allemands, par l'intermédiaire de la Banque fédérale d'Allemagne qui jouera alors le rôle de correspondant de la Banque de France pour la livraison du papier.

Ce tableau doit être, enfin, complété par un commentaire sur les systèmes de paiement. L'efficacité des systèmes de paiement est en effet un élément fondamental pour la conduite de la politique monétaire du SEBC. Le système *Target*, qui fonctionnera exclusivement en euro, permettra l'acheminement rapide des paiements de montant élevé nécessaire à l'existence d'un marché monétaire unifié de l'euro. Il sera le canal par lequel transiteront toutes les opérations de politique monétaire du SEBC et qui assurera une parfaite circulation de la monnaie centrale dans la zone euro.

L'architecture retenue pour *Target* repose sur deux éléments clés : d'une part, dans chaque pays, un système de règlement brut en temps réel parfaitement sécurisé, géré par la banque centrale nationale ; d'autre part, entre ces systèmes, un mécanisme d'interconnexion spécifique à *Target*, « l'*interlinking* ». Assurant une connexion sécurisée et performante entre les différents systèmes bruts domestiques, l'ensemble *Target* contribuera à limiter les risques de règlement dans les opérations transeuropéennes. En France, l'accès à *Target* se fera exclusivement par l'intermédiaire du système Banque de France-TBF dans lequel se déverront tous les systèmes de règlement, qu'il s'agisse des systèmes de paiement de gros montant, du système de règlement-livraison ou des systèmes de paiement de petit montant (Système interbancaire de télécompensation, chambres de compensation).

### **2.3. Éléments de continuité et nouveautés**

Dans la mesure où la politique monétaire unique sera mise en œuvre selon un mode déconcentré, les banques centrales nationales continueront, sur un plan opérationnel, d'effectuer les opérations sur le marché interbancaire avec leurs contreparties habituelles. Les liens entre chaque banque centrale nationale et ses contreparties ne seront donc pas remis en cause.

Le refinancement sur papier privé continuera d'être assuré comme nous l'avons vu. Cette donnée me paraît très importante pour les établissements qui pourront ainsi affecter non seulement des titres négociables mais aussi leur papier non négociable dans le cadre des opérations de refinancement ou de la garantie des avances intrajournalières consenties dans le système brut de paiements. C'est une des raisons pour lesquelles la Banque de France reste attachée au principe d'un refinancement sur supports privés fondé sur la sélection des meilleurs débiteurs. Cette ligne de conduite confirme le caractère stratégique de notre activité de cotation des entreprises, qui garantit également de bien prendre en compte dans nos préoccupations monétaires la situation et l'évolution du tissu économique et industriel.

L'entrée en phase III de l'UEM représentera cependant un changement important pour toutes les banques centrales des pays participants, qui vont devoir adapter leur dispositif opérationnel. Le passage à la monnaie unique va ainsi entraîner, pour la Banque de France, un certain nombre de changements dans les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire.

L'étendue des supports de garantie sera plus large. S'agissant des titres français, il est probable qu'en plus des bons du Trésor et des billets de trésorerie émis par des entreprises cotées 3, actuellement éligibles, seront également admis d'autres titres négociables (OAT, obligations du secteur public, etc.) dès lors qu'ils répondront aux critères d'éligibilité du SEBC. Par ailleurs, compte tenu de la faculté de mobilisation transfrontière des garanties qui devrait être ouverte en politique monétaire unique, la Banque de France sera probablement conduite à octroyer des concours contre des supports détenus dans d'autres pays de la zone euro.

La gamme des modes d'intervention utilisés sera, elle aussi, sensiblement élargie :

- la Banque de France devra gérer deux guichets de facilité permanente (dépôt et prêt marginal à 24 heures), contre un seul actuellement (les pensions de 5 à 10 jours) ;
- les opérations d'appels d'offres réguliers pourront être effectuées selon des modalités différencierées (adjudications à taux fixe ou variable), alors qu'actuellement elles ne sont réalisées qu'à taux fixe ;
- les opérations de réglage fin revêtiront des formes plus variées qu'à l'heure actuelle.

La Banque doit donc opérer une vaste revue de son organisation et de ses procédures internes.

L'adaptation de notre système bancaire et financier à la monnaie unique constitue un défi majeur. Dès le début de 1999, basculeront en euro les opérations de politique monétaire, les opérations de change, les transactions sur les marchés monétaire, obligataire et boursier, ainsi que tous les flux de paiement s'y rapportant. Les principaux enjeux stratégiques et les chantiers qui en résultent sont désormais bien identifiés. Ils sont décrits dans un schéma de place qui vient d'être validé par l'ensemble des acteurs concernés et a été porté à la connaissance du public. Il s'agit dorénavant de passer au stade de l'industrialisation du projet, afin de mettre en place le plus tôt possible tous les programmes d'investissements et d'adaptations nécessaires à la réussite de ce basculement.

Face à ce défi, notre secteur financier dispose d'atouts nombreux. J'insisterai simplement sur trois d'entre eux :

- un édifice réglementaire rénové, dont la dernière pierre est la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996 ;
- des infrastructures de place performantes, dont la modernisation marquera une nouvelle étape au cours de cette année avec la mise en fonctionnement de TBF et RGV ;
- enfin, le dynamisme des différents compartiments du marché financier car, au-delà du marché monétaire qui se distingue par le professionnalisme de ses opérateurs, la place dispose également d'un marché obligataire qui est un des plus actifs et liquides d'Europe et d'un marché boursier modernisé et performant.

Notre système bancaire et financier, j'en suis convaincu, va pouvoir bénéficier de ces points forts. Il faut, bien entendu, que les préparatifs soient bien menés. De ce point de vue, je crois que la Banque de France et la place font, ensemble, les efforts nécessaires.

# RAPPORT SUR LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL

Communiqué de presse de la Banque des règlements internationaux  
publié le 22 avril 1997

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales du G 10<sup>1</sup> publie aujourd’hui, sous l’égide de la Banque des règlements internationaux, un rapport sur les systèmes de règlement brut en temps réel — en anglais, systèmes RTGS (*Real Time Gross Settlement*). Ce rapport présente un intérêt pour les nombreux pays dans le monde qui mettent actuellement en œuvre des réformes de leurs systèmes de paiement de montant élevé afin de réduire les risques systémiques liés à ce type d’échanges. Le rapport présente plusieurs types de systèmes RTGS et analyse les questions susceptibles de se poser lors de leur conception ou relatives à leurs conditions de fonctionnement. Toutefois, dans la mesure où il peut y avoir des variations d’un pays à l’autre sur les moyens les plus adaptés pour maîtriser les risques liés aux systèmes de paiement, le rapport ne fournit aucune recommandation spécifique.

Ce rapport fait suite aux travaux antérieurs du Comité relatifs aux systèmes de paiement et de règlement liés aux marchés financiers, notamment les systèmes de compensation (rapports publiés en 1989 et 1990), les systèmes de règlement des transactions de titres (rapports publiés en 1992, 1995 et 1997) et les opérations de change (rapports publiés en 1993 et 1996).

## ***Quels sont les thèmes traités dans le rapport sur les systèmes RTGS ?***

Les systèmes interbancaires de paiement dans le monde traitent des montants importants. Dans les seuls pays du G 10, on estime que le volume des transferts des principaux systèmes représente plus de 5 000 milliards de dollars par jour. Une grande partie de ces paiements correspond à des règlements de transactions entre banques pour leur propre compte sur les marchés financiers, tels que les prêts interbancaires ou les opérations de change ; d’autres paiements sont effectués par les banques pour le compte de leur clientèle. Dans les deux cas, les systèmes de paiement sont un élément essentiel pour le bon fonctionnement des marchés financiers et de l’économie dans son ensemble. Toutefois, au cours de ces dernières années, il y a eu une prise de conscience de plus en plus forte de l’importance des risques interbancaires auxquels étaient exposés les établissements participant à un certain nombre de systèmes fonctionnant de façon traditionnelle. Ces risques peuvent aboutir à un risque systémique, c’est-à-dire le risque que la défaillance, pour une raison ou une autre, d’un établissement participant entraîne la défaillance d’autres participants au système. Cela explique que de nombreux pays dans le monde ont pris des mesures pour renforcer la solidité de leurs systèmes de paiement. L’un des moyens pour y parvenir consiste à mettre en place un système RTGS, ce type d’organisation étant de plus en plus répandu.

<sup>1</sup> Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)

## **Qu'est-ce qu'un système RTGS ?**

Un système RTGS est un système dans lequel le traitement et le règlement des ordres de paiement entre banques sont traités individuellement et au fil de l'eau au cours de la journée. Ce type d'organisation diffère des systèmes de règlement net plus traditionnels (tels que les chambres de compensation d'ordres de paiement sur support papier et les équivalents électroniques fonctionnant sur les mêmes principes), dans lesquels le traitement (l'échange) des instructions de paiement a lieu tout au long de la journée, mais où le règlement interbancaire (c'est-à-dire le transfert des fonds entre banques) n'intervient qu'ultérieurement, en général en fin de journée. L'intérêt des systèmes RTGS est que les banques bénéficiaires et leurs clients reçoivent avec certitude les fonds, au cours de la journée — ce que l'on appelle un transfert irrévocabile —, ce qui leur permet de les utiliser immédiatement sans être exposés aux risques de défaillance de la contrepartie.

## **Quel est l'objet de ce rapport ?**

Ce rapport a pour objet d'aider tous ceux qui envisagent de construire, d'adapter, de mettre en œuvre ou d'utiliser un système RTGS à comprendre les principales questions qui peuvent se poser. Plusieurs types d'organisation sont envisageables pour un système RTGS et qui dépendent largement de la situation spécifique d'un pays. Il n'existe pas de modèle unique. Le rapport présente les avantages potentiels de ce dispositif et décrit certaines des principales différences de conception possibles en expliquant en quoi ces différences peuvent avoir de l'importance.

## **Pourquoi le rapport est-il publié maintenant ?**

Si quelques pays disposent d'un système RTGS depuis de nombreuses années, la plupart ont été développés assez récemment. Beaucoup d'entre eux n'en sont encore qu'à la phase de conception ou s'apprêtent à les rendre opérationnels. De ce fait, la documentation sur les divers modes de fonctionnement de ces systèmes est rare. C'est la raison pour laquelle les banques centrales des pays du G 10 ont estimé qu'il serait utile de mettre en commun leurs propres expériences et d'en présenter les grandes lignes. L'actualité de ce rapport résulte également du rôle que jouent les RTGS dans l'amélioration de la gestion du risque de règlement concernant les transactions sur les marchés financiers, notamment les transactions portant sur les titres, les taux de change et les produits dérivés.

## **Quels sont les pays qui disposent d'un système RTGS ?**

La plupart des pays du G 10 disposent déjà d'un système RTGS pour les paiements de gros montant ou envisagent d'en introduire un prochainement. Par ailleurs, les banques centrales de l'Union européenne ont conjointement décidé que tous les États membres devraient posséder un système RTGS et que ces systèmes nationaux devraient être reliés entre eux de façon à former un système RTGS paneuropéen (le système *Target*) pour servir de support à l'introduction de la monnaie unique, l'euro. Enfin, les systèmes RTGS apparaissent dans un nombre croissant de pays. C'est ainsi que des systèmes RTGS fonctionnent déjà en Corée, à Hong-Kong, dans la République tchèque, en Thaïlande et en Arabie saoudite. De même, l'Australie, la Chine et la Nouvelle-Zélande, entre autres pays, devraient également mettre en place prochainement ces systèmes RTGS.

## **Quelles sont les questions examinées dans le rapport ?**

Après avoir expliqué certains des concepts clés relatifs aux systèmes de paiement, le rapport examine les divers types et sources de risques qu'ils comportent. La majeure partie du rapport traite donc des principales améliorations conceptuelles apportées par les systèmes RTGS, telles que la fourniture de liquidités, les files d'attente et la structure des flux des messages. Ensuite, de façon plus générale, le rapport tente de situer les RTGS au sein de la panoplie des dispositifs de prévention des risques liés aux systèmes de paiement. Il inclut, en conséquence, une présentation des différentes variantes de systèmes RTGS, ainsi que des systèmes alternatifs consistant notamment dans la sécurisation des systèmes de règlement net. Enfin, à titre d'illustration, le rapport contient des informations factuelles relatives aux caractéristiques des systèmes RTGS des pays du G 10, ainsi que d'un certain nombre de systèmes de règlement net sélectionnés.

**NOTE**

- 1. Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, installé à la Banque des règlements internationaux (BRI), est un lieu de débat où les banques centrales des pays du G 10 surveillent et analysent l'élaboration de dispositifs de paiement et de règlement et où elles envisagent les questions stratégiques dans ce domaine. Ce Comité est dirigé par William J. Mc Donough, président de la Banque fédérale de réserve de New York.*
- 2. Yvon Lucas, directeur des Moyens de paiements scripturaux et des Systèmes d'échange à la Banque de France, est le président du groupe d'études qui a préparé le rapport. La liste des membres de ce groupe d'études figure dans le rapport.*
- 3. Le rapport sur les systèmes RTGS est disponible sur le site Internet de la BRI (<http://www.bis.org>) et auprès des banques centrales des pays du G 10 et de la BRI. Sur le site Internet figure également une liste d'autres publications du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, ainsi que le texte intégral d'un certain nombre de rapports récents.*

# PRÉPARATION DE LA PLACE DE PARIS À L'EURO : CONDITIONS DE LANCEMENT DE TBF ET RGV

Communiqué de presse <sup>1</sup> publié le 30 avril 1997

La Banque de France, la Centrale des règlements interbancaires (CRI) et Sicovam SA ont décidé, en étroite concertation, de retenir pour le démarrage des systèmes Transferts Banque de France (TBF) et Relit grande vitesse (RGV), qui constitueront avec le Système net protégé (SNP) l'ossature de l'architecture retenue par la place, les dates et modalités suivantes :

- après un démarrage des tests début juin 1997, l'homologation des adhérents CRI participants TBF débutera en juillet. Le lancement opérationnel de TBF est fixé au 27 octobre 1997. Il s'inscrit dans le cadre d'une progressivité des connexions destinée à donner aux participants la capacité de se préparer dans les meilleures conditions au démarrage du système. Il est en outre compatible avec la nécessaire présence dans TBF d'un nombre suffisant de participants lors du lancement opérationnel de RGV ;
- à la fin de la période de tests et d'homologation qui débutera dans la seconde quinzaine du mois d'août 1997, le système RGV sera mis en service :
  - le lundi 8 décembre 1997 pour la fonction appariement (RGV/SLAB),
  - le lundi 12 janvier 1998 pour le dénouement des opérations,
  - les bons du Trésor seront intégrés dans le système RGV fin mars 1998. Après basculement des TCN dans RGV, fin avril 1998, le système Saturne sera définitivement arrêté.

Le planning retenu vise à permettre, dans les meilleures conditions techniques et opérationnelles, la mise en œuvre des réformes de grande ampleur en cours pour les systèmes de gros montant. Il permet une intégration optimale des participants, nécessaire au bon déroulement du démarrage. À ce titre, la capacité des participants de réglement des différents systèmes exogènes (chambres de compensation, SIT, Relit, Saturne, Sagittaire, Matif, SBF ...) à s'intégrer dans la nouvelle organisation de place fera l'objet d'un suivi tout particulier de la part de la CRI, notamment du fait de la fermeture programmée dans les premiers mois de 1998 de l'échange des virements en Chambre de compensation des banquiers de Paris et du système Sagittaire.

À l'issue de cette montée en charge, la mise en place de la nouvelle architecture des systèmes de règlement, gage de la compétitivité de la place de Paris, sera achevée. La place sera ainsi à même de répondre aux échéances européennes, notamment pour le basculement en euro des marchés de capitaux le 4 janvier 1999.

À cet égard, les premiers tests d'interconnexions de TBF, composante française du système européen *Target* (qui constituera, par l'interconnexion des systèmes bruts nationaux, le système à règlement brut européen nécessaire à la mise en œuvre de la politique monétaire commune en euro) commenceront en septembre 1997, conformément au planning arrêté par l'Institut monétaire européen.

<sup>1</sup> Publié sous le timbre de la Banque de France, de la Centrale des règlements interbancaires et de Sicovam SA

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en avril 1997

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 156 – avril 1997***

DIRECTION DE LA CONJONCTURE  
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

### ***Cahier des titres de créances négociables – mars 1997***

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX  
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

### ***La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 1996 (T96/01)***

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES  
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

### ***Note d'information – n° 106 – mars 1997***

#### ***La Zone franc***

DIRECTION DE LA COMMUNICATION  
(Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40)

### ***Cahiers régionaux Haute-Normandie – avril 1997***

#### ***La situation du logement en Haute-Normandie en 1996***

BANQUE DE FRANCE ROUEN, CELLULE ÉCONOMIQUE RÉGIONALE DE HAUTE-NORMANDIE  
ET DIRECTION RÉGIONALE DE L'ÉQUIPEMENT  
SECRÉTARIAT RÉGIONAL DE HAUTE-NORMANDIE  
(Tél. : 02 35 52 78 78 – Télécopie : 02 35 52 78 95)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

### ***Cahiers régionaux Limousin – mars 1997***

#### ***Le logement en 1996***

BANQUE DE FRANCE LIMOGES  
SECRÉTARIAT RÉGIONAL DU LIMOUSIN  
(Tél. : 05 55 11 53 69 – Télécopie : 05 55 11 53 14)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Limousin – mars 1997**  
**Comportement des entreprises – Résultats 1996 et perspectives 1997**

Banque de France Limoges  
Secrétariat régional du Limousin  
(Tél. : 05 55 11 53 00 – Télécopie : 05 55 11 53 14)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – mars 1997**  
**Enquête transfrontalière sur l'industrie textile**  
**Tendances 1996 – Perspectives 1997**

Banque de France Lille  
Secrétariat régional du Nord – Pas-de-Calais  
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 99)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – mars 1997**  
**Le comportement des entreprises de l'industrie et du bâtiment-génie civil**  
**Tendances 1996 – Perspectives 1997**

Banque de France Lille  
Secrétariat régional du Nord – Pas-de-Calais  
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 99)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Rhône-Alpes – mars 1997**  
**Les entreprises en Rhône-Alpes**  
**Tendances 1996 – Perspectives 1997**

Banque de France Lyon  
Secrétariat régional Rhône-Alpes  
(Tél. : 04 72 41 25 25 – Télécopie : 04 72 40 29 74)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Rhône-Alpes – mars 1997**  
**Le logement en 1996**

Banque de France Lyon  
Secrétariat régional Rhône-Alpes  
(Tél. : 04 72 41 25 25 – Télécopie : 04 72 40 29 74)  
Prix du numéro : FRF 150 TTC

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

***L'indépendance de la Banque d'Angleterre est un pas en avant vers l'Europe***

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(*Corriere Della Serra* – 11 mai 1997)

***French monetary policy: some implementation issues***

par Christian Pfister, directeur adjoint à la DESM  
(Ch. 5 du *BIS Conference Papers Vol. 3* – mars 1997)

***Monetary policy: targets, instruments and changeover problems***

par Christian Pfister, directeur adjoint à la DESM  
(Ch. 5 de *User Guide to the Euro* – décembre 1996)

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

***Le marché de l'argent à court terme sur la place de Paris : perspectives européennes*<sup>1</sup>**

intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur,  
devant l'Académie de comptabilité,  
à Paris, le 22 avril 1997

---

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

E T U D E S

# UNE ÉVALUATION DU SEUIL DE RENTABILITÉ DE LA PRODUCTION DE CRÉDIT

Le seuil de rentabilité de la production de crédit est défini comme le taux en deçà duquel les établissements vendraient à perte leur production de crédit. Son calcul repose sur l'estimation de trois éléments : *le coût du refinancement*, c'est-à-dire le prix de revient moyen du flux de ressource associé à la production de crédit, *les frais généraux* nécessaires pour distribuer des crédits, *la charge du risque* entendue comme la somme des dotations aux provisions et des passages en perte. Par hypothèse, les fonds propres sont supposés n'être pas rémunérés.

Sur la base de données trimestrielles, il apparaît que le seuil de rentabilité estimé de la production de crédit est revenu de 11,82 % à 6,65 % entre la mi-1993 et le troisième trimestre 1996. Cette évolution est, dans une large mesure, commandée par celle des taux de marché à court terme sur la même période.

---

EMMANUEL GERVAIS  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

Le seuil de rentabilité est le taux de rendement des encours de crédit en deçà duquel les prêteurs ne seraient pas en mesure de couvrir leurs coûts incompressibles. Il peut être utilisé, soit dans le cadre d'une étude des conditions d'exploitation des établissements de crédit, soit, dans une perspective plus macro-économique, pour préciser l'influence de ces contraintes sur les conditions dans lesquelles les variations des taux directeurs sont répercutées sur les taux débiteurs. C'est cette dernière perspective qui a présidé à l'élaboration de la présente étude.

À la différence des travaux menés antérieurement tant au sein du Secrétariat général de la Commission bancaire qu'à la direction de la Prévision du ministère de l'Économie et des Finances, l'étude présentée ci-après s'attache à retracer uniquement l'évolution du seuil de rentabilité des opérations de crédit nouvelles et non pas à cerner celle du point mort global des établissements<sup>1</sup>. C'est pourquoi, le niveau de ce seuil de rentabilité peut différer de celui constaté pour les prêteurs pris individuellement, selon le caractère plus ou moins spécialisé de leur activité ou leur mode de refinancement. Il ne constitue, en outre, que l'un des éléments du seuil de rentabilité globale des opérations de crédit.

## 1. Description de la méthode de calcul

Pour établir leurs barèmes, les banques sont supposées considérer, indépendamment de tout objectif de rentabilité, quatre éléments : le coût de la ressource, les frais généraux engagés au titre de la distribution du crédit, la charge du risque de contrepartie et leur position de taux globale. Le seuil de rentabilité des opérations nouvelles est obtenu par la sommation de ces éléments dont l'estimation a été effectuée trimestriellement à partir de diverses sources : rapports annuels de la Commission bancaire en ce qui concerne les frais généraux et la charge du risque, données produites par le service des Analyses et Statistiques monétaires pour le reste. La période étudiée s'étend du deuxième trimestre de 1993 au troisième trimestre de 1996.

### 1.1. Le coût du refinancement

Ce coût traduit les conditions dans lesquelles les banques couvrent leur besoin de fonds pour réaliser leurs opérations nouvelles. Pour refinancer leur production, deux catégories de ressources sont disponibles : celles provenant de la variation des dépôts à vue ou à taux réglementé et celles dont le coût est relié aux taux pratiqués sur les différents compartiments du marché des capitaux. La charge qui en résulte correspond donc à une moyenne des différents taux réglementés et de marché, pondérée par la part de chacune des ressources dans le flux global de refinancement.

L'évaluation des différents coefficients de pondération est réalisée de la manière suivante. Les données d'encours utilisées sont corrigées des variations saisonnières. La production de crédit du trimestre, égale par construction au flux global de refinancement recherché, est estimée en ajoutant à la variation trimestrielle au cours de la période des encours de crédit les tombées à trois mois, telles qu'elles ressortent d'une globalisation des échéanciers comptables en francs des établissements collectant des dépôts et/ou distribuant des crédits (soit l'ensemble des établissements de crédit hors banques de marché et organes centraux de réseaux mutualistes).

Parallèlement, l'apport représenté par les dépôts à vue ou à taux réglementé correspond à la variation trimestrielle des encours. Le flux indexé sur les taux de marché est alors obtenu par différence entre la production estimée et la variation des ressources à taux réglementé.

En l'absence de données trimestrielles sur la ventilation des encours par indice de taux, le coût pondéré des ressources à taux de marché est évalué également grâce à l'exploitation des échéanciers précités, sur la base des hypothèses suivantes.

<sup>1</sup> Ph. Szymczak « Taux d'intérêt et système bancaire », *Économie et Prévision* n° 77 fascicule 1987/1  
Rapports de la Commission bancaire années 1987, 1988 et 1989

– D'une part, la fraction à moins d'un mois du solde des opérations interbancaires, des pensions livrées, des titres de créances négociables (TCN) et des dépôts à terme est supposée indexée sur le taux du marché monétaire (TMM), les tombées des mêmes éléments entre un mois et un an sur le taux interbancaire offert à Paris (TIOP) 3 mois, celles supérieures à un an sur le TIOP 1 an. En outre, le prix de revient des encours d'obligations et de plans d'épargne populaire est déterminé conventionnellement, par référence au taux mensuel des emprunts d'État à long terme (TME) augmenté d'une marge de 0,5 point pour tenir compte du risque de signature des établissements de crédit.

– D'autre part, les flux associés sont estimés à partir de la variation trimestrielle des encours et en y ajoutant les tombées à moins de trois mois en ce qui concerne les ressources stables (obligations et plans d'épargne populaire). S'agissant des opérations interbancaires échéant au cours du trimestre considéré, on suppose qu'elles sont renouvelées durant le trimestre, sans changement par rapport à la situation prévalant en début de période. En conséquence, le flux trimestriel des opérations indexées sur le TMM, c'est-à-dire celles à moins d'un mois, est évalué à trois fois le montant relevé au début du trimestre.

### **1.2. Les frais généraux engagés dans le cadre de la distribution de crédit**

En l'absence de données d'enquête récentes ou d'une comptabilité analytique uniformisée, la part des frais généraux engagés dans le cadre de la distribution de crédit est estimée sur la base des hypothèses suivantes.

– En premier lieu, comme le souligne Szymczak (cf. *supra*), il paraît artificiel de distinguer cette activité des autres composantes de la fonction d'intermédiation au sens large (collecte de dépôts, gestion des moyens de paiement), dans le contexte actuel de non-rémunération des dépôts et de non-tarification du chèque. Au demeurant, le même personnel exerce au sein des guichets l'ensemble des métiers bancaires traditionnels.

La valeur recherchée est donc la part des frais généraux engagés au titre des opérations d'intermédiation (distribution de crédits, collecte de dépôts, gestion des moyens de paiement), les commissions perçues sur la clientèle, notamment au titre des moyens de paiement, étant déduites du total.

– En second lieu, il est admis pour les besoins de l'étude que, en raison des faibles possibilités de différenciation des produits bancaires et de la banalisation progressive des statuts des différents instruments, les coûts attachés aux techniques employées pour exercer les métiers classiques d'intermédiation ne diffèrent guère entre les établissements ayant une vocation universelle et ceux ne pratiquant que l'un de ces métiers. Par exemple, les banques supportent le coût de leurs guichets pour distribuer les crédits mais la faiblesse du réseau des « non-banques » les amène à rémunérer des apporteurs d'affaires.

En conséquence, le rapport des frais généraux aux encours de crédit relevés pour les établissements spécialisés dans l'activité de distribution de crédit fournit une estimation du coût de la distribution du crédit, pour l'ensemble de la profession. De manière similaire, le coût de la collecte des dépôts et de la gestion de compte est évalué sur la base de la situation des caisses d'épargne, eu égard à la forte spécialisation des caisses dans ces activités de collecte<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Toutefois, compte tenu du fait que les caisses d'épargne ont également une activité comparativement réduite en matière de distribution du crédit, on soustrait leurs dépenses imputables à cette activité du montant global de leurs frais généraux.

À partir des deux indicateurs de coûts décrits plus haut et des encours de dépôts et crédits des banques universelles, il est alors possible de déterminer le montant et la part des frais généraux des petites banques relevant de la fonction « intermédiation », le complément correspondant aux débours entraînés par les activités diverses, au premier rang desquelles se trouvent les opérations de marché.

La méthode décrite ci-dessus aboutit à des résultats différents de ceux obtenus par l'intermédiaire d'interrogations directes des établissements. Ainsi, d'après la dernière enquête de la Commission bancaire réalisée en 1987, la fraction des frais généraux imputables au crédit au titre de l'exercice 1987 se serait élevée à 83,6 %<sup>1</sup>. Notre évaluation est de 75 % pour 1989, première année où des données pour les établissements spécialisés sont disponibles. En tout état de cause, la méthode retenue ici présente l'intérêt de fournir des indications sur la période récente.

### **1.3. La charge du risque de contrepartie**

La charge du risque correspond à la perte liée à la défaillance probable ou certaine des contreparties. Elle est obtenue, pour une année donnée, en rapportant à la moyenne des encours de crédits la somme des dotations nettes aux provisions et des pertes nettes sur créances irrécupérables<sup>2</sup>.

### **1.4. L'impact de la position de taux**

Si les prêteurs étaient en mesure d'adosser parfaitement en durée et en taux leur production à son refinancement, leurs marges seraient établies indépendamment de l'évolution des taux au cours de la durée de vie des crédits. Or, l'enquête de la Banque de France (DESM) relative à la structure des bilans bancaires par type de taux<sup>3</sup> a fait apparaître que les actifs à taux variable des établissements sont, en moyenne, supérieurs aux passifs de même référence, dans la mesure où les dépôts à taux réglementé sont assimilés à des passifs à taux fixe. En 1994, l'importance relative de la position correspondait à peu près à celle des concours indexés sur le taux de base bancaire (TBB), les emplois et ressources, dont le rendement varie avec les taux monétaires, s'équilibrant en montant. En conséquence, les résultats des établissements sont, en ce qui concerne leur activité d'intermédiation, négativement affectés en cas de baisse des taux de marché et positivement affectés en cas de hausse.

Aussi peut-on admettre que les établissements cherchent à compenser intégralement, par l'intermédiaire de leur facturation, les aléas qu'ils subissent sur l'ensemble de leurs encours. Dans l'éventualité d'une détente des taux entraînant un repli du TBB, le seuil de rentabilité s'en trouverait augmenté à concurrence de la contraction du rendement de l'actif qui en résulte et diminué en cas de tensions sur les taux.

Toutefois, rien ne garantit qu'il soit systématiquement procédé à une péréquation complète vis-à-vis des nouveaux débiteurs.

<sup>1</sup> Étude publiée dans le rapport 1988 de la Commission bancaire

<sup>2</sup> Source : *Analyses comparatives*, Commission bancaire, 1993-1995

<sup>3</sup> Publiée au Supplément « Études » du *Bulletin de la Banque de France* du 2<sup>e</sup> trimestre 1996, en ce qui concerne les résultats 1994

## 2. Présentation des résultats

Les résultats sont présentés sous la forme de graphiques (annexes 1 et 2) retraçant l'évolution du seuil de rentabilité comme celle de ses composantes depuis le début 1993, date à laquelle l'état modèle 4028 est devenu disponible. Les informations ainsi rassemblées appellent les commentaires ci-après.

### 2.1. L'évolution des composantes (annexe 1)

La volatilité du coût moyen des flux de *ressources à taux réglementé* s'explique par l'amplitude des variations affectant les dépôts à vue. En revanche, le prix du flux de ressources à taux réglementé hors dépôts à vue s'inscrit en légère hausse, malgré la réduction de la rémunération décidée en 1994, en ce qui concerne l'épargne-logement, et début 1996, s'agissant du livret A. On observe, à cet égard, des reports importants vers les produits à taux réglementé proposant le rendement le plus attractif, c'est-à-dire principalement le livret d'épargne populaire et le plan d'épargne-logement (PEL)<sup>1</sup>.

Le coût moyen du flux trimestriel des *ressources à taux de marché*, largement dépendant du TMM et du TIOP 3 mois, compte tenu de la structure par échéance du passif des établissements, a globalement diminué et se situe, en fin de période, en deçà de celui de la ressource à taux réglementé. Eu égard à son poids dans le total, son évolution commande celle du *coût moyen du flux trimestriel des ressources*, toutes catégories confondues, lui aussi orienté à la baisse<sup>2</sup>. Dans l'optique de flux qui a été retenue pour construire le seuil de rentabilité, la prépondérance de l'influence des taux à court terme sur le coût de la ressource s'explique par la durée de rotation rapide des ressources indexées sur les taux de marché, alors que les encours des passifs à taux réglementés sont comparativement plus stables.

La charge liée au *risque* et aux *frais généraux* a également reculé. Le coût des sinistres atteint ainsi, en fin de période, un niveau historiquement faible à 0,94 %, la moyenne observée sur le cycle de crédit couvrant les années 1988 à 1995 atteignant 1,24 %.

### 2.2. L'évolution du seuil de rentabilité (annexe 2)

Celui-ci s'est inscrit globalement en baisse au cours de la période étudiée, et est revenu de 11,84 % à 6,65 % entre la mi-1993 et le troisième trimestre 1996. Le repli du seuil de rentabilité s'est, en outre, accentué durant la dernière période.

<sup>1</sup> Le coût des PEL a été estimé à 4,5 % pour l'ensemble de la période sur la base des dernières données disponibles concernant les charges effectivement versées par les établissements sur ces produits.

<sup>2</sup> Le flux des ressources à taux de marché se situe entre 80 % et 90 % du flux des ressources totales, selon nos calculs.

### 3. La comparaison du seuil de rentabilité avec les taux à la production

Cette comparaison vise à évaluer la précision du calcul du seuil de rentabilité en le comparant au coût moyen des nouveaux crédits, déterminé à partir de l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit de la Banque de France (direction de la Conjoncture).

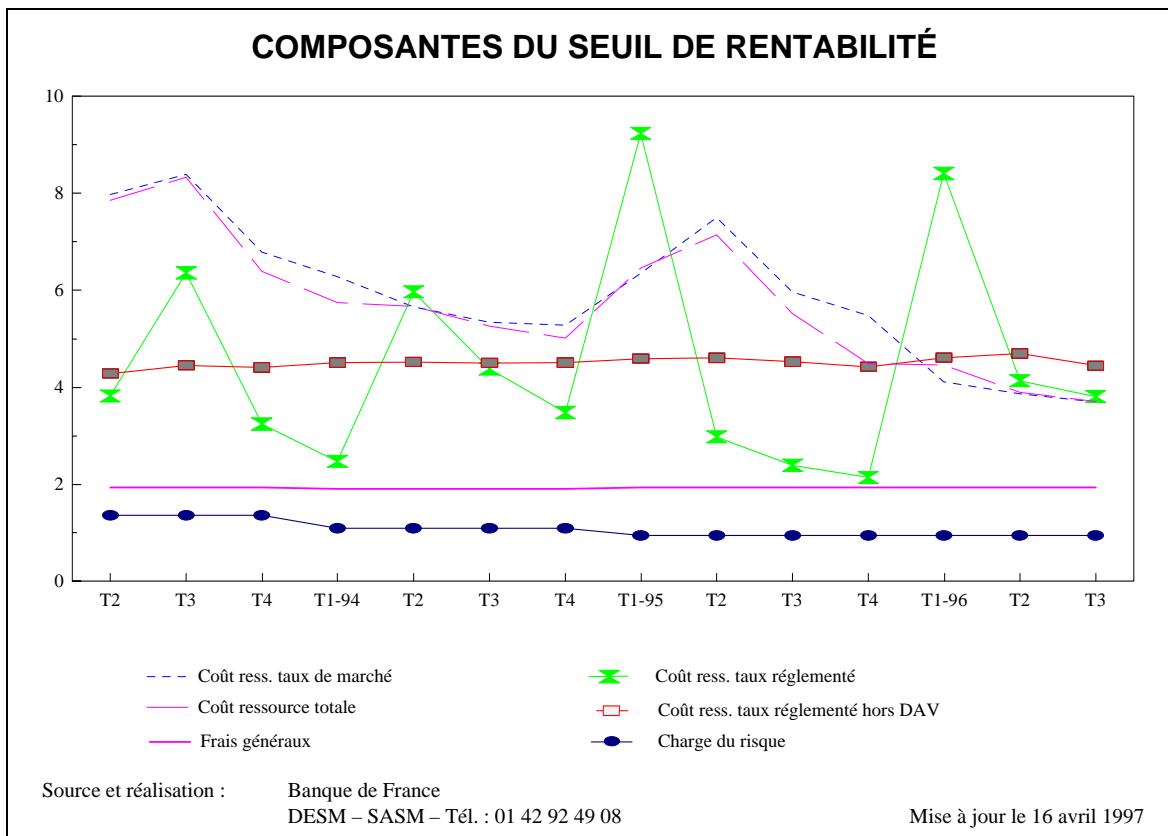
	SEUIL DE RENTABILITÉ ET TAUX DE PRODUCTION									
	(en pourcentage)									
	2 <sup>e</sup> trimestre 1993	4 <sup>e</sup> trimestre 1993	4 <sup>e</sup> trimestre 1994	1 <sup>er</sup> trimestre 1995	2 <sup>e</sup> trimestre 1995	3 <sup>e</sup> trimestre 1995	4 <sup>e</sup> trimestre 1995	1 <sup>er</sup> trimestre 1996	2 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996
Taux moyen des nouveaux crédits (1).....	11,84	9,79	8,68	8,88	9,55	9,18	9,08	8,75	8,47	8,21
Seuil de rentabilité de la production de crédit (2) .....	11,82	9,85	7,84	9,07	10,02	8,50	7,55	8,04	7,17	6,65
Écart (3) = (1) – (2).....	0,02	- 0,06	0,84	- 0,19	- 0,47	0,68	1,53	0,71	1,30	1,56

Source : Banque de France (Enquête sur le coût du crédit)

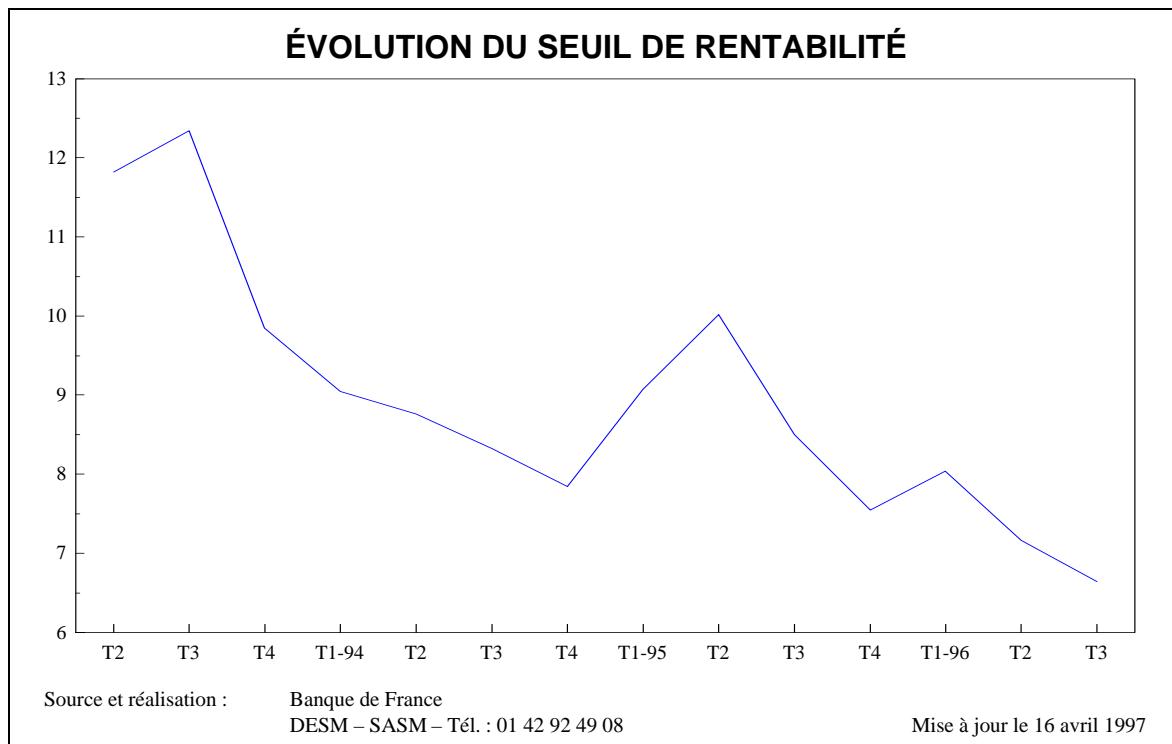
L'écart négatif, calculé au titre du troisième trimestre de 1993, traduit un comportement exceptionnel de la part des prêteurs. Ceux-ci ont, en effet, révisé leurs barèmes à la baisse, alors que les taux de marché s'accroissaient fortement, ce qui pourrait s'expliquer par l'existence de fortes anticipations à la baisse des taux de marché à court terme, ou bien par la référence à d'autres indicateurs que les taux à court terme tels que, par exemple, le coût moyen de leur passif. Par ailleurs, les écarts négatifs mesurés aux premier et deuxième trimestres de 1995 pourraient résulter d'une répercussion incomplète du renchérissement du prix de l'argent de la part des banques, soit qu'elles aient pris en considération les possibilités de gains sur les opérations de marché réalisées simultanément, soit qu'elles aient jugé commercialement préférable d'étaler dans le temps la révision de leurs barèmes à la hausse.

Les points du troisième trimestre de 1993 et des premier et deuxième trimestres de 1995 étant exclus, l'écart moyen entre taux des nouveaux crédits et seuil de rentabilité s'établit à 0,71 % sur la période étudiée.

## ANNEXE 1



**ANNEXE 2**



# FONDS PROPRES DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES EN EUROPE SUR LA PÉRIODE 1991-1993

Dans tous les États membres de l'Union européenne, les conditions de financement des entreprises, et notamment la question de savoir si les entreprises de chaque pays disposent d'une dotation en fonds propres suffisante pour affronter la concurrence au sein du marché unique, se trouvent au centre des débats de politique économique. En outre, les établissements de crédit, compte tenu du risque d'insolvabilité des entreprises, cherchent, entre autres, la détention d'un certain niveau de fonds propres, gage de sécurité.

Il est donc naturel que, dans le cadre des travaux du Comité européen des centrales de bilans, l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la France, l'Italie, ainsi que la direction générale II de la Commission européenne, aient chargé un groupe d'étude<sup>1</sup> de comparer l'autonomie financière des entreprises industrielles européennes. Cette recherche, conduite sur les années 1991-1993, tente de répondre à plusieurs interrogations. *Les dotations en fonds propres des firmes divergent-elles d'un pays à l'autre ? Ces dotations sont-elles différentes selon la taille, quel que soit le pays ? Existe-t-il dans chaque pays une situation particulière pour les petites entreprises ?*

---

MICHEL DELBREIL – BERNARD PARANQUE  
*Direction des Entreprises  
Observatoire des entreprises*

JOSE RAMON CANO – *Banque d'Espagne*  
HANS FRIDERICH – *Banque fédérale d'Allemagne*  
BENOIT GRESS – *Commission européenne, DG II*  
FRANZ PARTSCH – *Banque nationale d'Autriche*  
FRANCO VARETTO – *Centrale des bilans italienne*

<sup>1</sup> Cet article est extrait de l'étude parue sous le timbre du Comité européen des centrales de bilans, présidé par Michel Delbreil.

- La démarche retenue dans cette étude est fondée sur l'appréciation de la solvabilité des entreprises. Les fonds propres sont alors le moyen, pour une entreprise et ses partenaires financiers, de maîtriser les risques encourus.
- Après un bref rappel du rôle des fonds propres, une synthèse des recherches menées depuis la parution en 1958 de l'ouvrage de Modigliani et Miller et un examen critique des résultats empiriques sur les comparaisons internationales sont réalisés.
- L'identification et la résolution des problèmes de méthodologies financière et statistique que pose toute comparaison des structures de financement d'un pays à l'autre constituent une étape nécessaire à toute recherche de ce type.
- Les travaux effectués permettent d'aboutir à des conclusions fortes.
  - Les dotations en fonds propres des entreprises sont différentes d'un pays à l'autre. Ces différences renvoient, au moins partiellement, à des divergences liées à la fiscalité, à la législation sur les faillites, à l'organisation du système bancaire, aux relations banques-entreprises et aux pratiques de financement dans chaque pays.
  - Une analyse globale est insuffisante et doit être obligatoirement complétée par un examen selon la taille de l'entreprise.
  - La situation des entreprises de chaque pays ne peut être valablement appréciée sans prendre en considération l'importance des besoins financiers.
- En France, la part des fonds propres dans l'ensemble des ressources financières apparaît, quelle que soit la taille des entreprises, importante, comparée à celle observée dans la plupart des autres pays. En outre, l'écart entre la dotation des PME et celle des grandes entreprises est moindre que celui relevé en Allemagne et en Autriche. Il faut noter par ailleurs que, en France, cette hiérarchie entre entreprises est un résultat relativement récent. Au début des années quatre-vingt, la structure financière des PME était plus solide que celle des grandes entreprises. Par la suite, en liaison avec la diminution de l'inflation, l'amélioration des profits et le développement des marchés financiers, les grandes entreprises ont, de façon significative, amélioré leurs structures financières. Au début des années quatre-vingt-dix, le retournement du cycle économique a pesé sur toutes les entreprises, à l'exception des grandes entreprises françaises qui ont poursuivi le redressement de leur structure financière.
- Le faible endettement en France par rapport au chiffre d'affaires s'explique par une forte dotation en fonds propres, mais aussi par des besoins financiers relativement peu importants liés à une rotation des actifs élevée, ce qui peut s'expliquer par le moindre besoin en fonds de roulement et, éventuellement, par une relative faiblesse de l'accumulation sur la période étudiée.

*Les données utilisées dans cette étude ont été élaborées à partir des comptes sociaux disponibles dans chaque pays. Elles ont été calculées pour l'industrie. Une décomposition par grandes branches d'activité (biens de consommation, biens intermédiaires, biens d'équipement) a été effectuée ainsi qu'une segmentation fine par tranches.*

- a) Chiffre d'affaires (CA) < 5 millions d'écus,
- b) 5 millions d'écus ≤ CA < 20 millions d'écus,
- c) 20 millions d'écus ≤ CA < 50 millions d'écus,
- d) 50 millions d'écus ≤ CA < 100 millions d'écus,
- e) CA ≥ 100 millions d'écus.

*La restriction du champ de l'analyse à l'industrie manufacturière permet d'appréhender un secteur qui présente un intérêt économique de premier ordre et qui est défini de façon homogène dans chaque pays participant à l'étude. La décomposition par grandes branches donne la possibilité de tenir compte des spécificités financières de chaque type d'activité. Des classifications plus fines au niveau des seules branches auraient, par contre, provoqué des problèmes de comparaison liés aux systèmes de répartition sectorielle différents adoptés par les pays sous revue.*

*La nécessité d'analyser les données en fonction de la taille de l'entreprise découle en partie de la réflexion selon laquelle l'accès des entreprises aux marchés monétaires et financiers dépend beaucoup de leur taille. On affirme souvent également que, compte tenu de facteurs institutionnels, les entreprises de taille petite et moyenne sont désavantagées par le système de financement et doivent, en conséquence, supporter des coûts financiers plus élevés. L'approche par taille est, en outre, d'autant plus indispensable que les valeurs agrégées occultent une plus ou moins grande diversité de situations d'un pays à l'autre, tout particulièrement en Allemagne, où les résultats sont fortement dominés par les renseignements fournis par les grandes entreprises.*

*Seuls, les comptes sociaux des sociétés de capitaux entrent dans le champ de cette étude. L'exclusion des sociétés de personnes et des entreprises individuelles n'était pas seulement nécessaire parce que, compte tenu de leur forme juridique caractérisée par l'absence de toute limitation de la responsabilité, apparaissent des problèmes considérables de comparaison en matière de structure de capital, mais aussi en raison du fait que les statistiques sur les bilans des entreprises comportent uniquement, dans la plupart des pays, des indications concernant les sociétés de capitaux<sup>1</sup>.*

## 1. Les fonds propres des entreprises : aspects théoriques

### 1.1. La nécessité des fonds propres

Plusieurs thèses ont été avancées par des courants de pensées différents pour justifier l'existence et la nécessité des fonds propres. Pour un grand nombre d'entre elles, les fonds propres ont pour fonction cardinale de garantir la solvabilité de l'entreprise. Ils constituent, pour une firme et les agents qui y sont engagés (actionnaires, prêteurs, fournisseurs), une réserve de sécurité permettant de faire face aux accidents d'origine interne ou externe. Des fonds propres suffisants donnent la possibilité ainsi aux firmes de supporter les conséquences de la défaillance de clients importants ou de pertes de marché. De même, en période de ralentissement conjoncturel, les entreprises peu endettées sont avantagées par rapport à celles qui ont privilégié l'emprunt au détriment des fonds propres. Les premières peuvent étailler dans le temps la rémunération de leurs apporteurs en capitaux externes, alors que les secondes doivent faire face à des échéances obligatoires. En outre, selon le niveau d'endettement, les variations de taux d'intérêt ont une influence plus ou moins grande sur les prélèvements financiers que les entreprises doivent supporter.

<sup>1</sup> Cf. en annexe la présentation des échantillons par pays

Les fonds propres en tant que garanties assurent, lorsqu'ils sont importants, non seulement l'indépendance financière des entreprises vis-à-vis des tiers, mais permettent également à ces dernières d'obtenir plus facilement, et à des conditions souvent plus avantageuses, des emprunts pour financer des investissements (physiques ou financiers) nécessaires à leur développement<sup>1</sup>, voire à leur survie.

Les fonds propres ont, en tout état de cause, une importance primordiale pour le financement des investissements chez les entreprises de création récente et/ou innovantes au sens de Schumpeter, particulièrement exposées aux risques. Celles-ci n'ont souvent qu'un accès limité aux capitaux d'emprunt en raison de l'insuffisance des garanties offertes. De plus, durant la phase de démarrage, elles ne peuvent pas dégager assez d'autofinancement et subissent fréquemment des pertes élevées, qui ne peuvent être compensées que par des capitaux à risques suffisants. Une dotation en fonds propres trop faible constitue dans de tels cas un obstacle à l'investissement et peut donc entraver l'évolution structurelle et la croissance.

L'importance, déjà signalée, que revêtent les fonds propres en tant que garants de la substance patrimoniale et amortisseurs de pertes est particulièrement évidente durant les phases de récession où les situations d'insolvabilité se multiplient. Le manque de fonds propres se traduit alors par de nombreuses faillites et des suppressions d'emplois, qui affaiblissent les économies.

### **1.2. La structure optimale du capital**

À toute stratégie industrielle, qu'elle soit de croissance interne ou de croissance externe, correspond une stratégie financière. Celle-ci traduit le mode de financement retenu, c'est-à-dire le choix entre autofinancement, recours à l'endettement ou appel aux actionnaires. En théorie, les arbitrages possibles entre ces différentes sources de financement sont multiples, même si, pour un certain nombre de firmes, les contraintes, notamment institutionnelles, réduisent fortement les possibilités de choix. Par exemple, les PME ont difficilement accès aux marchés financiers.

Sur un plan théorique, Modigliani et Miller ont été les premiers à réaliser des modèles d'optimisation des structures financières en 1958. Après avoir mis en évidence la spécificité de la prise en compte d'un environnement à revenus incertains, ils montrent que toute structure de financement mixant fonds propres et dettes est neutre sur le coût moyen pondéré des différentes sources de financement, c'est-à-dire la *valeur de l'entreprise*. Les travaux de Modigliani et Miller ont ouvert une controverse qui a porté sur les hypothèses restrictives du modèle de base (fiscalité, coût de transaction, asymétrie de l'information...) et qui a permis de conforter avec Myers et Majluf en 1984 l'idée selon laquelle, contrairement aux croyances, les fonds propres ne sont pas gratuits et qu'ils peuvent même avoir un coût supérieur à celui de la dette. L'aspect théorique qui concerne exclusivement la *valeur intrinsèque* des fonds propres peut être revu à la lumière des développements récents de la théorie des organisations (coûts de transaction, conflits d'agences...).

Le théorème d'indifférence de Modigliani et Miller n'est en fait vérifié que sous des conditions adéquates de fonctionnement des marchés financiers « parfaits ». Il faut, notamment, que la détention de titres de créances puisse être librement arbitrée avec celle des droits de propriété que sont les actions et donc que les conditions d'endettement (taux d'intérêt) soient identiques entre les personnes morales et les personnes physiques.

Lorsque les conditions, en particulier fiscales, d'accès au marché sont différentes entre l'entreprise et les actionnaires, l'endettement peut augmenter la valeur de l'entreprise du fait de l'économie d'impôt qu'elle réalise sur les frais financiers. Dès lors, la valeur d'une entreprise endettée est strictement supérieure à la valeur d'une entreprise non endettée car les intérêts des dettes sont déductibles. Ceci, toutefois, n'est pas vérifié si les particuliers sont autorisés à pratiquer de telles déductions ou si l'incitation d'une firme à s'endetter est faible du fait d'avantages fiscaux lui permettant de réduire son

<sup>1</sup> Surtout s'il n'y a pas de garanties réelles.

bénéfice imposable (crédit d'impôt, amortissements...). En admettant un *optimum* de l'endettement au niveau macro-économique, Miller (1977) montre que la structure financière est toujours neutre quand bien même l'on prendrait en compte l'incidence de la fiscalité d'entreprise et personnelle. Il donne l'exemple des entreprises américaines durant la période 1920-1970. Celles-ci n'ont pas accru leur dette malgré l'augmentation du taux d'imposition qui aurait dû les y inciter car, parallèlement, la taxation des investisseurs augmentait.

Par ailleurs, le *risque de faillite*, dont la probabilité augmente avec le poids de la dette et les coûts afférents au contrôle de celui-ci, limite un comportement d'endettement excessif (Warner, 1977). Ils poussent notamment les actionnaires à exiger un taux de rendement plus élevé.

Au total, la structure optimale est atteinte lorsqu'il y a compensation entre l'avantage fiscal des dettes et les coûts de faillite.

### **1.3. La nécessité d'informer les bailleurs de fonds**

Akerlof [1970] et Spence [1974] sont présentés par la littérature comme les pionniers de l'approche par la *théorie des signaux*. Le premier s'intéresse aux comportements des vendeurs et des acheteurs sur le marché des biens d'occasion des automobiles, selon l'expression d'Akerlof « *Market of lemons* ». Le second expose la situation d'un employé sur le marché du travail cherchant à se faire embaucher à une rémunération supérieure à celle du marché et ce par émission d'un signal relatif à ses diplômes.

La théorie des signaux n'a été appliquée à la théorie de la structure financière de l'entreprise qu'au cours de la seconde moitié des années soixante-dix (Ross, 1977). D'après Leland et Pyle [1977], une entreprise peut se signaler par le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire-dirigeant : celui-ci témoigne de la fiabilité des projets d'investissement. Dans le modèle de Ross [1977], le signal est représenté par la structure financière choisie par les dirigeants de l'entreprise. La valeur de l'entreprise augmente avec le niveau de l'endettement. Puisque les dirigeants veulent éviter la faillite, c'est-à-dire maximiser leur intéressement, l'endettement peut être traduit comme signal de bonne gestion et donc de bonne performance de l'entreprise.

### **1.4. L'inégalité dans l'accès à l'information**

À l'origine, Myers [1977] s'intéresse au phénomène de la dette risquée sous information symétrique (*debt overhang effect*), c'est-à-dire dans une situation où personne ne possède d'informations privilégiées (Hyafil, 1985). Il montre alors que la présence d'une dette risquée suffit à empêcher l'émission d'actions pour financer de bons projets. L'existence d'une hiérarchie des sources de financement (*pecking order theory*) a été exposée par Myers et Majluf [1984] après que Myers en ait défini les principaux traits. En effet, en asymétrie d'information, la situation peut être différente : l'autofinancement est préférable à la dette qui, elle-même, est préférable aux fonds propres. L'*asymétrie d'information* signifie que tous les agents économiques ne disposent pas de toute l'information. Les dirigeants de société ont ainsi, du fait de leur position, une information privilégiée sur la situation et les perspectives de développement économique et financier de la firme. Cette asymétrie explique que, dans certaines circonstances, le recours à des contrats de dettes soit privilégié. Il peut en être ainsi, par exemple, pour le financement des besoins transitoires. En effet, « si l'on considère que les dirigeants protègent les intérêts des seuls anciens actionnaires, une émission d'actions sera mal accueillie. À la limite, pourrait-elle signifier aux yeux d'éventuels investisseurs que le cours atteint par les actions est jugé trop élevé par les dirigeants ? Les nouveaux actionnaires exigent donc une prime de risque importante, ce qui favorise les autres formes de financement » (de Bandt, Jacquinot, 1991). Ces travaux sur l'asymétrie d'information ont été le point de départ de nouvelles approches de la question de la structure optimale de capital. Une large part d'entre eux repose sur la constatation de l'existence de conflits entre actionnaires, créanciers et dirigeants ainsi que l'apparition de coûts d'agence liés à ces conflits.

### 1.5. Les divergences d'intérêt et les coûts d'agence

Entre l'entreprise et ses prêteurs, trois catégories d'asymétries d'information et de problèmes d'agence peuvent être distinguées<sup>1</sup>.

– Des asymétries d'information apparaissent avant la signature du contrat de prêt dans la mesure où les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente parmi les différents projets de demande de financement. Ces asymétries d'information, que l'on peut qualifier d'*ex ante*, sont à l'origine du phénomène de *sélection adverse* sur le marché du crédit (Stiglitz, Weiss, 1981). Le taux d'intérêt ne constitue pas alors un bon mécanisme de régulation sur ce marché. Une hausse des taux peut induire la sortie du marché des emprunteurs les moins risqués. Seuls les plus mauvais risques restent.

– Des asymétries d'information apparaissent pendant le déroulement du contrat. L'emprunteur peut choisir, parmi ses projets d'investissement, un projet plus risqué que le projet présenté au prêteur sur la base duquel il avait obtenu son crédit. Si le prêteur observe uniquement le revenu réalisé par l'emprunteur, il ne connaît pas avec exactitude la nature du projet effectivement effectué. Il doit déterminer si, par exemple, une réduction des revenus réalisés résulte de la mauvaise gestion de la firme par le dirigeant ou d'une réaction normale de l'entreprise aux variations conjoncturelles de son environnement. Ces problèmes d'agence ont été qualifiés d'*aléa moral*.

– Enfin, des asymétries d'information peuvent se révéler *ex post*. Le prêteur ne peut alors évaluer avec exactitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être incité, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur au revenu effectivement obtenu (Williamson, 1986), ce qui a été qualifié d'*opportunisme*.

L'ensemble de ces asymétries génère des *problèmes d'agence* et donc des coûts de contrôle. Le créancier perçoit un risque de politique d'investissement sous-optimale qui peut se traduire par une capacité de remboursement de la firme inférieure à sa dette financière. Un tel risque est lié soit à une stratégie de sous-investissement (Myers, 1977), due notamment aux prélevements en nature réalisés par l'entrepreneur au détriment de la société, soit à une stratégie de surinvestissement correspondant à une prise de risque excessive de la part de l'emprunteur, qui procède ainsi un transfert de richesse des créanciers aux actionnaires (Jensen, Meckling, 1976). Le problème de la non-incitation à investir de manière optimale est supposé dans la littérature économique particulièrement sensible chez les entreprises présentant de fortes opportunités de croissance, qui peuvent soit lancer des projets trop risqués, soit ne pas lever une option de croissance.

Des conflits d'intérêt peuvent également apparaître entre actionnaires et dirigeants, ce qui est l'objet de la réflexion contemporaine sur le gouvernement d'entreprise (*corporate governance*).

A. Smith a été le premier à insister sur la séparation entre le pouvoir de décision (dirigeants) et le pouvoir de contrôle (propriétaires du capital) caractérisant les grandes sociétés par actions. Près de deux siècles plus tard, ce thème suscite un regain d'intérêt avec l'avènement des entreprises modernes. La théorie managériale lie la croissance des grandes entreprises à la nature des droits de propriété et à l'imperfection du contrôle interne et externe des organisations qui génèrent des coûts d'agence. Elle a le grand mérite de fournir une explication des motifs de la croissance des firmes et de souligner l'importance du rôle des marchés financiers (Berles, Means, 1932). La séparation de la propriété et de la direction conduit donc à l'apparition d'intérêts susceptibles de diverger : les premiers sont ceux des actionnaires concernés par le profit, les seconds, ceux des dirigeants qui recherchent la croissance<sup>2</sup>. Les actionnaires peuvent donc être conduits, pour contrôler l'action des dirigeants, à mettre en place des procédures dont le coût peut influencer le prix des émissions d'actions. Ce coût d'agence des fonds propres est particulièrement élevé quand le dirigeant ne possède qu'une faible part des actions de la firme.

<sup>1</sup> Pour une revue de la littérature sur les asymétries d'information, le lecteur peut consulter Goyer [1995].

<sup>2</sup> Galbraith, quant à lui, parle de l'apparition de la technostructure (Galbraith, 1967).

### 1.6. Implications des travaux théoriques pour les comparaisons internationales

Les travaux théoriques sur la structure du capital sont multiples. Il en résulte qu'il n'est pas évident, *a priori*, d'attribuer une signification univoque au niveau d'endettement ou au degré d'autonomie financière. En effet, que l'on soit investisseur ou banquier, la politique de financement pourra prêter à des analyses divergentes : signe de bonne santé pour l'un dans le premier cas, signe de fragilité pour l'autre dans le second. La problématique commune de ces travaux est explicitement celle de la maximisation de la valeur de la firme sous la contrainte d'une maîtrise des risques. Cette problématique se situe dans le champ de la théorie néo-classique pour laquelle la valeur d'une entreprise correspond à la valeur actuelle des flux de revenus procurés par l'entreprise. Toutefois, la mise en œuvre de modèles inspirés de ces travaux est délicate puisque, si, par définition même, « l'objectif financier de la firme consiste à maximiser la valeur de marché des parts de propriété (actions) », la détermination de cette valeur n'est possible que si les entreprises sont cotées en bourse (Cohen, 1994 ; Cobbaut, 1994)<sup>1</sup>.

Pour analyser des structures financières, on devrait en principe pouvoir disposer de « *benchmarks* », c'est-à-dire de références à utiliser dans les comparaisons entre les entreprises. L'existence d'une structure financière optimale, si l'on disposait d'une théorie économique complète sur cette question, constituerait le point de repère le plus naturel pour la présente étude.

En réalité, les modèles inspirés des théories présentées précédemment se réfèrent essentiellement à deux orientations.

Une première approche, qui a eu jusqu'ici un nombre réduit de vérifications empiriques, privilégie, pour ainsi dire, une vision dynamique de la structure financière, basée sur une hiérarchie de préférences (*pecking order theory*) dans l'activation des sources de financement.

Dans ce cadre, il serait hors de propos de parler de structures financières optimales. Les structures observées constitueraient le produit de la stratification des différentes décisions de financement des entreprises : l'étendue de la croissance des investissements, le taux d'autofinancement et l'importance d'asymétries d'information entre dirigeants et actionnaires (surtout ceux de minorité) qui limitent les émissions de capital social représentent les variables les plus pertinentes prises en compte dans les modèles qui font appel à cette perspective d'analyse.

Dans une seconde approche, la proportion relative entre fonds propres et endettement est perçue comme le résultat de l'interaction entre des éléments de coût des sources de financement, d'aversion pour le risque de la part des investisseurs, d'arbitrages fiscaux, d'asymétries d'information, de coûts d'agence et de risques de faillite. L'optimisation des coûts d'effets opposés provenant des différentes composantes aboutit au choix d'une structure financière optimale (si elle existe), qui peut être interprétée comme un objectif de moyenne période, à laquelle l'entreprise devrait tendre pour maximiser les possibilités de croissance et de valorisation du capital des actionnaires. Cette approche, essentiellement statique, pose des problèmes difficiles d'estimation économétrique et exige la définition de *proxy* d'un nombre élevé de variables jugées importantes.

Dans cette perspective, les comparaisons internationales devraient évaluer l'existence de structures financières optimales différentes entre pays, en déterminant les éléments institutionnels qui concourent à expliquer les écarts : différences des systèmes fiscaux sur la taxation des dividendes, des intérêts sur les obligations et sur les dettes bancaires, différences de la législation sur les faillites, différences de réglementation des marchés actionnaires et obligataires, des rapports banques-entreprises, en ce qui concerne la stabilité de longue période et l'importance des coûts d'agence potentiels, étendue de l'épargne nationale et aversion moyenne pour le risque des épargnants.

<sup>1</sup> De nombreuses recherches ont été conduites pour valider ou infirmer les modèles théoriques. Le lecteur intéressé peut consulter la bibliographie fournie à la fin de cette étude qui en recense un certain nombre et la synthèse réalisée par M. Harris et A. Ravis [1991] qui propose, en effet, une récapitulation des principaux résultats empiriques obtenus sur données de marché de sociétés anglo-saxonnes. Il apparaît, entre autres, que, en accord avec la théorie des signaux, l'endettement est corrélé positivement avec la valeur de la firme.

Dans l'optique de la *pecking order theory*, les comparaisons internationales devraient examiner non seulement un certain nombre d'éléments de type institutionnel (rapports banques-entreprises et séparation entre dirigeants et actionnaires), mais aussi les résultats d'ensemble des systèmes économiques en termes de croissance, investissements et formation de l'épargne d'entreprise.

## 2. Rappel des travaux récents sur les comparaisons internationales et conséquences pour l'analyse

Les travaux de comparaison internationale sont rares, ce qui est sans doute lié à la difficulté de trouver des bases de données fiables. En ce qui concerne les pays européens et anglo-saxons, on peut consulter, outre l'étude de Rajan et Zingales dont les résultats seront commentés, « Dotations en fonds propres des entreprises : comparaisons dans quelques pays membres de la Communauté européenne » (*Bulletin mensuel de la Banque fédérale d'Allemagne*, 1994), C. Borio « Leverage and Financing of Non-Financial Companies : An International Perspective » (Banque des règlements internationaux, 1990), E.M. Remonola « Understanding International Differences in Leverage Trends » (Banque de réserve fédérale de New York, *Quarterly Review*, printemps 1990) ou encore J.T. Kneeshaw « A Survey of Non-Financial Sector Balance Sheets in Industrialised Countries » (Banque des règlements internationaux, WPA n° 25, 1995).

À partir d'un échantillon d'entreprises cotées des pays du G 7, Rajan et Zingales [1995] étudient la structure du capital en 1991 à l'aide d'indicateurs comptables et de marché. Globalement, le niveau agrégé d'endettement est similaire entre les pays, sauf en Allemagne et au Royaume-Uni où il serait plus faible. Cette conclusion rejoint partiellement celle de la Banque fédérale d'Allemagne [1994] qui montre qu'une fois les principales différences de méthode réglées, la dotation en fonds propres des entreprises allemandes, italiennes, espagnoles et françaises est, sur données agrégées, voisine. L'auteur appartenant à la Banque fédérale d'Allemagne insiste fortement sur l'existence de biais dus aux différences de traitement comptable, de collecte et de méthodes statistiques retenues pour le traitement des données et de choix des indicateurs. Ces diverses difficultés peuvent expliquer pourquoi Remonola [1990], travaillant sur la période 1982-1987, ou Borio, étudiant les années 1970 à 1987, à partir de données comptables agrégées et à l'aide du ratio « dettes/actifs », constatent un taux d'endettement supérieur en France à celui observé en Allemagne, mais que Kneeshaw [1995], procédant à une comparaison 1982-1992, trouve l'inverse avec les ratios dettes/actifs, dettes/capitaux propres ou dettes financières/PIB.

Le choix (ou plutôt la disponibilité) des données et des indicateurs sont également déterminants pour apprécier l'influence de la taille sur le niveau d'endettement. Rajan et Zingales trouvent que l'endettement s'accroît avec la taille, sauf en Allemagne. Ils expliquent leur résultat par le fait que plus une entreprise est grande, plus elle peut se diversifier et donc avoir une plus faible probabilité d'être en difficulté (la probabilité de banqueroute étant plus faible, elle peut s'endetter davantage). L'explication paraît pertinente pour des entreprises cotées dont les choix d'investissement visent à maximiser la valeur de la firme. Elles peuvent d'autant plus bénéficier du levier d'endettement que leur portefeuille d'actifs leur permet de garantir leurs engagements. Par contre, quand on s'intéresse tout à la fois aux entreprises cotées et aux sociétés non cotées, la relation inverse constatée entre taille et taux d'endettement sur d'autres études (Banque fédérale d'Allemagne, 1992 ; Paranque, 1994a-1994b ; Cieply et Paranque, 1996) indique plutôt des conditions différentes de financement.

Le cas de l'Allemagne concernant la relation négative entre la taille et l'endettement n'est pas expliqué par Rajan et Zingales. Ils considèrent les résultats obtenus sur les firmes allemandes comme atypiques. En fait, ils sont cohérents avec les analyses de la Banque fédérale d'Allemagne [1992]. Celles-ci montrent qu'il existe bien, en Allemagne, une corrélation négative entre la taille et le taux d'endettement.

En définitive, les études sur la structure financière des entreprises, reprises dans le tableau suivant, donnent une image des différents pays européens insuffisamment nette. Selon les études qui s'appuient sur des échantillons spécifiques de sociétés de capitaux cotées en bourse, les entreprises allemandes sont toujours dans une situation financière favorable et très peu endettées. En revanche, selon les études basées sur de larges échantillons, les entreprises françaises sont les plus capitalisées et les moins endettées en Europe. De même, pour l'Italie, la situation des sociétés est parfois jugée comme très proche de celle des entreprises françaises ou, au contraire, leur autonomie financière est estimée comme la plus faible des pays considérés.

Ces différents travaux ne permettent donc pas de définir une hiérarchie précise de structure financière entre pays européens. Les différences considérables dans les résultats obtenus par les études comparatives des années récentes reflètent des problèmes fondamentaux qui doivent être résolus pour améliorer l'approche empirique du financement des entreprises au niveau européen.

– Les échantillons utilisés pour les calculs ne sont pas homogènes. Des comparaisons ont été ainsi établies à partir d'échantillons couvrant différents types d'entreprises aux structures de financement très spécifiques (sociétés de personnes et entrepreneurs individuels *versus* sociétés de capitaux). La méthode de traitement des données (agrégation *versus* extrapolation) s'est avérée également inappropriée.

– La représentativité des échantillons est parfois insuffisante. La collecte de données individuelles agrégées est délicate dans les pays où les entreprises se financent plus volontiers auprès du système bancaire que sur les marchés de capitaux. Les sociétés cotées en bourse ne sont alors pas représentatives du tissu industriel national. Seuls des échantillons importants, non limités aux très grandes sociétés cotées en bourse, peuvent permettre d'observer l'incidence de la taille des entreprises sur leur endettement.

– La présence de très grandes entreprises dans les échantillons affecte fortement l'analyse des données agrégées, alors que des effets de taille significatifs sont à l'œuvre, surtout pour l'Allemagne.

– Certaines études sont rudimentaires dans leurs conclusions. En réduisant l'analyse de la structure du financement des entreprises au seul passif, sans tenir compte de la structure de l'actif, elles ignorent les différents besoins et modalités de financement des entreprises.

– L'homogénéité et la comparabilité internationale des indicateurs sont parfois insuffisamment contrôlées. Les conclusions sont alors affectées par les divergences nationales de méthodologie comptable et par les différences de structure et d'organisation des systèmes productifs nationaux.

Par conséquent, pour mener à bien cette étude, il a fallu :

- calculer les indicateurs sur la base d'échantillons représentatifs et homogènes en termes d'entreprises, de secteur d'activité et de traitement statistique ;

- contrôler systématiquement les différences de comptabilité, de traitement empirique et statistique, de structure industrielle nationale, de concepts et de définition des variables utilisées dans chaque pays afin d'aboutir à des indicateurs homogènes ;

- prendre en considération l'influence particulière qu'exercent sur les ratios agrégés les résultats des grandes entreprises ;

- enrichir l'analyse par des ratios complémentaires, notamment pour l'observation des besoins et des modalités de financement des entreprises, et pour la compréhension des structures de financement des entreprises européennes.

L'ensemble de ces considérations a inspiré le travail de recherche du groupe et l'a conduit à attacher une importance primordiale aux aspects d'ordre méthodologique.

## ÉTUDES

### Fonds propres des entreprises industrielles en Europe sur la période 1991-1993

#### **TABLEAU SYNTHÉTIQUE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS DES RECHERCHES**

Nom du document	Bases de données utilisées et pays comparés	Indicateurs choisis	Période étudiée, champ et taille de l'échantillon	Principaux résultats
C. Borio : « Leverage and Financing of Non-Financial Companies : An International Perspective », Banque des règlements internationaux <i>Economic papers</i> n° 27, mai 1990.	– OCDE, statistiques financières et statistiques nationales sur flux financiers. – États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, France, Italie.	a) Dettes (brutes)/total de l'actif.  b) Dettes (nettes)/actifs réels.	– 1970-1987 ; – ensemble des entreprises de l'industrie et du commerce ou industrie manufacturière ; – échantillons nationaux représentatifs.	Selon l'indicateur a) la France plus endettée que l'Allemagne, selon b) situation inverse et l'Italie très proche de l'Allemagne.
L. Bloch et J. Laudy : « France, Allemagne et Belgique : des structures de bilans proches à la fin de la décennie quatre-vingt », <i>Économie et Statistique</i> n° 268-269, août-septembre 1993.	– Bach (ancienne version).  – France, Allemagne et Belgique.	a) Capitaux propres (+ provisions)/total du bilan.  b) Capitaux propres (+ provisions)/actifs immobilisés. (Coûts historiques et valeur du marché).	– 1985-1991 ; – industrie manufacturière ; – échantillons nationaux représentatifs.	En considérant les provisions comme quasi-fonds propres, la France est plus endettée que l'Allemagne, sinon l'Allemagne est plus endettée.
R.G. Rajan et L. Zingales : « What do we Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data », <i>NERB, WP</i> n° 4875, octobre 1994.	– Global Vantage Data.  – États-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Canada.	a) Dettes + provisions/total de l'actif ;  b) Dettes/total de l'actif ;  c) Dettes/total de l'actif net ;  d) Dettes/dettes + capitaux propres (médiane et moyenne). (Coûts historiques et valeur de marché)	– 1991 ; – ensemble des entreprises ; – limitation aux sociétés de capitaux cotées en bourse, de 118 entreprises (Italie) à 225 (France).	Selon a) l'Allemagne la plus endettée (coûts historiques), l'Italie et la France très proches ; selon b), c) et d), l'Italie plus endettée que la France, et l'Allemagne moins endettée que la France (corrélation positive entre taille et endettement à l'exception de l'Allemagne).
J.T. Kneeshaw : « A Survey of Non-Financial Sector Balance Sheets in Industrialised Countries », Banque des règlements internationaux, <i>WP</i> n° 25, avril 1995.	– Sources nationales : INSEE pour la France, Bureau fédéral de statistiques pour l'Allemagne, OCDE et Banque d'Italie pour l'Italie, OCDE et Banque d'Espagne pour l'Espagne.  – Australie, Belgique, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni, États-Unis.	a) Dettes financières/total de l'actif.  b) Dettes financières + provisions/PIB  c) Dettes financières/PIB.  d) Capitaux propres/PIB. (Valeur de marché).	– 1992 ; – ensemble des entreprises non financières ; – échantillons nationaux et données macro-économiques.	Selon a) l'Allemagne plus endettée que la France ; selon les autres indicateurs l'Italie la moins endettée et l'Allemagne la plus endettée ; autonomie financière en France la plus grande.
Banque fédérale d'Allemagne : « Dotations en fonds propres des entreprises : comparaison dans quelques pays de la Communauté européenne », <i>Bulletin mensuel</i> n° 10, octobre 1994.	– Bach (ancienne version) et sources nationales.  – Allemagne, France, Espagne, Italie.	Capitaux propres/total du bilan.	– 1982-1991 ; – industrie manufacturière ; – échantillons nationaux.	Sans correction des différences méthodologiques des échantillons et du traitement des données, l'Allemagne moins autonome que les autres pays ; après correction, situation voisine.
E.M. Remolona : « Understanding International Differences in Leverage Trends », Banque de réserve fédérale de New York, <i>Quarterly Review</i> , printemps 1990.	– Bach (ancienne version) et Global Vantage Data.  – France, Allemagne, Japon, Royaume-Uni, États-Unis, Italie, Pays-Bas, Australie.	Dettes/actif.	– 1982-1987 et 1983, 1987 ; – ensemble des entreprises ; – échantillons nationaux représentatifs et limitation à quelques sociétés de capitaux cotées en bourse de 16 entreprises (France) à 31 (Allemagne).	La France plus endettée que l'Allemagne et l'Italie, et l'Italie plus endettée que l'Allemagne.  Les résultats avec données <i>Global Vantage</i> confirment le constat mais démontrent des différences plus grandes entre la France et l'Allemagne.
J. Laudy et D. Szpiro : « Endettement, désendettement et taux d'intérêt », Banque de France, 1989.	– Bach (ancienne version).  – France, Japon, Belgique, Allemagne, Pays-Bas, Royaume-Uni.	Dettes/total du bilan.	– 1975-1985 ; – ensemble des entreprises ; – échantillons nationaux représentatifs.	La France plus endettée que l'Allemagne.

### 3. Problèmes et choix méthodologiques pour la recherche

#### 3.1. Les données comptables et les données de marché

En théorie, la valeur de marché des fonds propres et de l'endettement détermine la mesure la plus correcte de la structure financière de l'entreprise et autorise leur comparaison d'un pays à l'autre.

Les prix formés sur un marché financier efficient permettent d'obtenir des mesures qui dépassent les limites intrinsèques des données comptables : la valeur de bourse des capitaux propres, dans ce cas de figure, exprime non seulement la valeur courante de l'actif existant, mais également la valeur des options de développement rentable de l'entreprise, estimées sur la base des meilleures informations disponibles. De plus, le prix d'un marché efficient n'est pas influencé par les usages comptables ou par les comportements opportunistes des dirigeants dans la préparation du rapport annuel aux actionnaires. En effet, un tel marché réussit à « lire » à travers les données comptables la situation réelle de l'entreprise, sans être ni influencé ni perturbé par les effets des politiques de bilan.

En principe donc, la valeur de marché facilite la prise en compte, par exemple, de l'existence d'actifs sous-évalués, de provisions excessivement prudentes, d'amortissements fiscaux qui diffèrent des amortissements économiques ou bien de présentation de bilan hasardeuse et opportuniste tendant à fournir une image non fidèle de la situation de l'entreprise.

Pour des raisons similaires, la valeur de marché de l'endettement permet d'obtenir une expression des dettes de l'entreprise plus significative qu'une détermination purement comptable. Elle tient compte implicitement de l'existence de conditions contractuelles (taux d'intérêt, clauses d'indexation...), différentes des conditions moyennes prédominantes pour des dettes de même durée résiduelle, d'options de remboursement ou de conversion anticipée, de risques spécifiques.

En pratique, toutefois, le recours concret à des évaluations de marché se heurte à des difficultés considérables. Les marchés ne sont pas, en effet, ni aussi complets ni aussi efficents que le prévoient les modèles théoriques.

Dans les comparaisons internationales, entre autres, les cycles de marché à un moment déterminé peuvent ne pas être en phase et, par conséquent, la présence de bulles spéculatives à la hausse et à la baisse non synchronisées peut déformer de manière non homogène les prix sur les différents marchés nationaux.

Des différences de « profondeur » et de degré de liquidité des marchés nationaux sont également à prendre en considération. Même s'il est tendanciellement efficient, un marché sur lequel n'ont lieu que peu de transactions en général exprime des prix trop volatiles et non congrus par rapport à la valeur économique des entreprises.

Les marchés financiers des pays pris en considération dans cette étude, en particulier, ne sont pas représentatifs de leur réalité industrielle : en effet, le nombre des entreprises cotées est trop faible par rapport à l'ensemble des sociétés.

Par conséquent, s'il avait été décidé d'avoir recours à la valeur de marché dans cette étude et en supposant que les données soient aisément disponibles, l'analyse des fonds propres aurait été effectuée sur un petit ensemble de grandes entreprises pour chaque pays, sans possibilité de pouvoir tenir pour représentatifs les résultats obtenus.

Pour cette même raison d'inadaptation des marchés financiers, il n'a pas été choisi de procéder à l'estimation de la valeur économique des sociétés non cotées, en partant des données disponibles sur les sociétés cotées, comme cela se fait dans certaines recherches<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> L'estimation peut s'obtenir en appliquant, par exemple, le rapport entre valeur de marché et valeur comptable des capitaux propres ou du capital social dans les sociétés cotées du même secteur, ou bien en capitalisant les dividendes au taux de « dividend yield ». Toutefois, ces procédures ne tiennent pas compte de l'effet de levier et de risques entre les différentes sociétés.

Les valeurs de marché observables présentent un caractère encore plus limité si on examine l'endettement. Seul un montant réduit de la dette de l'entreprise est traité sur le marché, la plus grande partie étant constituée de financements auprès des établissements bancaires, des groupes ou auprès d'autres bailleurs (sans même prendre en considération la dette commerciale).

Pour la partie de la dette représentée par des instruments à court terme, valeur de marché et valeur de bilan sont très proches, sans toutefois coïncider. Il en va différemment des dettes à moyen et long terme (sans parler des dettes envers le groupe obtenues à des conditions contractuelles de faveur par rapport aux conditions moyennes en vigueur).

L'estimation de la valeur de marché de l'endettement s'est donc révélée non praticable. Elle aurait exigé, notamment, la création de structures par échéances des taux d'intérêt pour chaque pays, l'évaluation des probabilités de risque d'insolvabilité pour chaque entreprise et l'évaluation des options (implicites ou explicites) présentes dans les financements pour chaque contrat de dette. Dans la plupart des cas, il est impossible de connaître de l'extérieur de l'entreprise une partie de ces informations.

L'ampleur limitée des marchés financiers (en termes de nombre de sociétés et d'instruments de dette) des pays pris en considération dans cette recherche, et les doutes émis sur la conformité des prix aux valeurs fondamentales des entreprises, ont donc orienté l'analyse des fonds propres vers l'utilisation des données comptables. Ce choix a permis de développer la recherche sur des échantillons très étendus en se servant de toute la richesse des bases de données des centrales de bilans. Ces organismes collectent des informations sur un nombre d'entreprises supérieur de plusieurs multiples au nombre qu'il est possible d'examiner avec les données de marché. Ce choix permet notamment d'étudier de façon plus détaillée les données par strates de tailles avec un degré de représentativité impossible à atteindre sur la population de sociétés cotées.

Les résultats obtenus peuvent donc être considérés comme globalement satisfaisants. Le chapitre consacré aux résultats des traitements méthodologiques reprendra la question de la significativité des échantillons d'entreprises utilisés.

### **3.2. L'harmonisation des données : enjeux et limites**

S'il est déjà complexe de procéder à des comparaisons entre les bilans d'entreprises appartenant à un même pays, les difficultés augmentent lorsqu'on passe à l'examen des bilans de pays différents.

Ces difficultés ne dépendent pas seulement de la variété d'options comptables que les sociétés peuvent adopter pour la formation de leur bilan parmi celles que la législation ou les principes comptables de référence admettent, mais aussi :

- des différences dans les structures institutionnelles et dans les usages des affaires ;
- de la grande diversité des systèmes comptables d'un pays à l'autre, comme par exemple la différence d'attitude envers le concept de prudence dans l'évaluation de l'actif et du passif ;
- de l'intensité de grandeurs macro-économiques qui influencent directement la formation des bilans comme, de manière typique, le taux d'inflation.

Une plus large compréhension de la teneur des bilans entre les différents pays et une meilleure possibilité de comparaison représentent sans aucun doute un objectif qui s'insère dans le processus d'intégration de la Communauté européenne et tire sa force de la globalisation des marchés financiers.

En fait, deux directives importantes sont consacrées à l'harmonisation comptable<sup>1</sup> : la IV<sup>e</sup> et la VII<sup>e</sup>, respectivement sur les comptes annuels et sur les comptes consolidés.

En particulier, la mise en œuvre de la IV<sup>e</sup> directive dans les législations des pays a provoqué des changements significatifs et, au moins en théorie, un pas important vers la construction d'un bilan européen, reconnaissable et reconnu dans tous les pays de la Communauté. Les directives sur les comptes d'entreprise, et surtout la IV<sup>e</sup>, sont le résultat d'un long et délicat processus de compromis qui a introduit une multiplicité d'options : quelques-unes d'entre elles sont réservées aux entreprises au moment de la formation du bilan, d'autres sont l'apanage de chaque pays pour faciliter l'application de la directive dans les législations nationales.

Suivant les choix effectués, les différentes versions nationales de la IV<sup>e</sup> directive sont plus ou moins proches entre elles : certains chercheurs enclins au pessimisme vont jusqu'à soutenir que cette directive n'est nullement parvenue au plus petit dénominateur commun entre les bilans des entreprises de la Communauté, mais a simplement codifié les diversités préexistantes sans arriver à une harmonisation véritable et substantielle.

Il est hors de doute, toutefois, que les directives ont constitué un pas en avant vers des règles comptables et un langage communs.

L'une des limites des directives en tant qu'instrument pour procéder à l'harmonisation réside dans leur lenteur et leur rigidité, typiques des approches « légales » dans la réglementation d'activités sociales.

En réponse à ces difficultés s'est constitué, en 1991, l'Accounting Advisory Forum au sein de la Commission européenne dans le but d'examiner ces problèmes comptables émergents ou qui ne sont pas encore réglementés par les directives.

Une activité encore plus importante en faveur de l'harmonisation comptable est exercée par l'International Accounting Standard Committee (IASC).

L'internationalisation du monde des affaires, l'existence d'entreprises multinationales et la mondialisation des marchés financiers plaident, en effet, en faveur de l'harmonisation comptable.

Un soutien important à l'IASC est venu de l'IOSCO (International Organization of Securities Commission) qui groupe les organismes de contrôle des bourses. L'objectif est de réduire les coûts de cotation des sociétés sur les marchés différents de celui du pays d'origine : si les bilans des sociétés cotées étaient tous préparés sur des bases communes et homogènes à l'échelle internationale, leur contenu pourrait être reconnu et accepté par les différents organismes de contrôle des bourses, sans exiger de longues et coûteuses adaptations.

Pour accélérer le processus d'harmonisation, l'IASC a mis au point un projet : « The Comparability of Financial Statements » (E32-1989), visant à réduire les options présentes dans les normes comptables promulguées par l'IASC.

Toutefois, il faut remarquer que le champ d'action de l'IASC est surtout celui des multinationales et des sociétés cotées ou cotables des différents marchés. Le domaine d'application des directives est bien plus vaste, car il concerne toutes les sociétés de capitaux européens, qu'elles soient cotées ou non sur le marché financier.

L'harmonisation comptable, et par conséquent la meilleure comparaison internationale des bilans, est un processus en plein développement, mais bien loin d'avoir abouti.

<sup>1</sup> On distingue dans la littérature : l'*uniformité comptable*, dans laquelle sont éliminées absolument les procédures comptables alternatives, la *standardisation comptable* dans laquelle des règles homogènes sont définies à l'aide de normes comptables communes et l'*harmonisation* par laquelle on entend le processus de réduction progressive des différences entre les systèmes comptables des pays.

En réalité, au-delà des aspects liés à la structure des systèmes comptables nationaux, il existe des éléments plus profonds qu'il est fondamental de comprendre de manière appropriée afin de savoir évaluer les bilans des pays différents. L'un de ces éléments concerne l'attitude envers le principe de la prudence : l'exemple classique de la littérature en la matière compare le bilan allemand avec le bilan anglo-saxon.

Le bilan anglo-saxon est préparé essentiellement pour informer les actionnaires sur les résultats économiques réalisés durant l'exercice par l'entreprise. Par conséquent, les principes comptables de référence sont structurés de façon à limiter le caractère discrétionnaire de la gestion de l'ajustement du bénéfice de la période, à protéger les actionnaires et à définir un contenu opérationnel au concept de « *True and Fair View* ».

En Allemagne, par contre, les entreprises s'appuient bien moins sur le marché financier et bien plus sur les relations à long terme avec le système bancaire ; par conséquent, la présentation des bilans est moins sensible aux exigences d'informer les actionnaires sur les bénéfices de la période. Par contre, une importance particulière est accordée au principe de prudence et aux règles de sincérité en vue de protéger les tiers (les créanciers), de garantir la survie à long terme de l'entreprise et sa capacité à surmonter les périodes de crise. La sous-évaluation systématique de l'actif, la surévaluation des passifs, la constitution de réserves et le niveling des bénéfices dans le temps sont des solutions techniques permettant d'incorporer dans les comptes de l'entreprise le principe de prudence<sup>1</sup>.

Entre ces deux extrêmes (bilans allemands et autrichiens d'une part, et anglo-saxons d'autre part) se trouvent les bilans de la plupart des autres pays de la Communauté. On peut supposer raisonnablement que, en moyenne, les bilans français, italiens et espagnols, pour nous limiter aux pays examinés dans cette étude, ont été, par le passé, plus proches des bilans allemands et autrichiens et que, sous la pression du marché, ils se sont tendanciellement déplacés vers les bilans anglo-saxons.

### **3.3. Les variables utilisées pour définir les fonds propres**

Le choix des variables comptables effectué par le groupe pour cette étude a été fortement influencé par le contexte et les problèmes présentés dans les chapitres précédents. Il a eu pour objectif de faire porter les commentaires sur des ratios les plus comparables possibles d'un pays à l'autre.

La recherche a, par ailleurs, privilégié une approche en termes de solvabilité de l'entreprise. Une telle approche de nature prudentielle, voire liquidative, est l'optique classique du créancier.

L'optique de solvabilité a été également préférée à une approche plus économique, non seulement parce que l'analyse du risque de crédit est au cœur de la démarche prudentielle des banques centrales, mais aussi parce que les difficultés méthodologiques sont moins ardues pour les comparaisons internationales.

En théorie, la meilleure référence pour l'analyse financière est le groupe. C'est seulement dans ce cadre, en effet, que certaines opérations de déplacement de ressources, de financement, d'affectation de gains ou de pertes prennent leur signification.

Par conséquent, l'image la plus fiable des capitaux propres d'une unité économique est celle qui ressort des données consolidées des unités juridiques qui la composent.

La disponibilité de bilans consolidés dans les bases de données des centrales de bilans ne présente pas, cependant, dans tous les pays examinés, une ampleur et un caractère systématique suffisants pour l'instant.

<sup>1</sup> Toutefois, le niveling des bénéfices dans le temps ne conduit à des résultats plus prudents que dans les exercices favorables, alors que, dans les conjonctures négatives, ces bénéfices peuvent s'avérer significativement moins prudents que ceux présentés dans les bilans anglo-saxons.

C'est pourquoi les analyses ont été effectuées sur les bilans des différentes sociétés. Il n'est donc pas nécessaire de discuter de l'inclusion dans les fonds propres de capitaux nets des actionnaires minoritaires.

Toutefois, il ressort de l'analyse de la composition de l'actif des bilans des entreprises des pays considérés qu'en France et en Allemagne, contrairement aux autres pays, une partie importante de l'actif des grandes entreprises est composée d'immobilisations financières, en particulier de participations<sup>1</sup>. La simple agrégation des bilans conduit inévitablement à surévaluer comptablement les fonds propres des sociétés appartenant à un même groupe en biaisant les structures financières. Après contrôle, en déduisant du total des fonds propres le montant des participations, il n'est pas apparu de modifications significatives par rapport aux résultats qui seront présentés dans la quatrième partie de l'étude.

### 3.3.1. La définition des fonds propres

Conformément au choix fait par le groupe, les fonds propres sont définis pour apprécier la solvabilité de l'entreprise et donc son autonomie financière vis-à-vis des tiers. Ils sont calculés en référence au plan comptable et aux feuilles fiscaux de collecte de chaque pays.

Fonds propres	= Capital souscrit
	+ Prime d'émissions, de fusion ou de scission
	+ Écart de réévaluation
	+ Réserves (y compris report à nouveau)
	+ Résultats nets de l'exercice
	+ Provisions réglementées
	- Capital souscrit non appelé (ou non payé)
	- Immobilisations incorporelles <sup>2</sup>

Il faut tout particulièrement souligner quelques points.

– *Écart de réévaluation* : bien que l'évaluation au coût historique soit un principe de base de l'évaluation des actifs largement accepté dans la plupart des pays européens, quelques pays ont introduit des exceptions pour refléter plus fidèlement la situation de l'entreprise, surtout dans un contexte d'inflation élevée et persistante.

C'est pourquoi, alors qu'en Allemagne et en Autriche règne strictement le principe du coût historique, l'Espagne, la France et l'Italie ont introduit périodiquement des lois de réévaluation dans leur législation (Banque fédérale d'Allemagne, 1994).

En Espagne, la loi fiscale la plus récente de réévaluation concerne l'année 1983 : les différences de réévaluation, indiquées dans un poste spécial de réserve, peuvent être utilisées pour absorber des pertes ou, après trois années, être converties en capital ou en autres réserves (libres ou conditionnées). Ce qui apparaît donc dans les bilans espagnols n'est que le résidu de réévaluations initiales, le reste étant en fait inclus dans d'autres postes comptables. En 1991, les entreprises basques ont bénéficié d'une loi de réévaluation spécifique<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Bach

<sup>2</sup> Hors comptes de régularisation (court terme)

<sup>3</sup> En 1996, les entreprises espagnoles ont été autorisées à procéder à une nouvelle réévaluation.

En France, la dernière réévaluation légale a été autorisée par la loi de 1978 sur la base d'indices gouvernementaux aux prix de 1976. En plus de cette réévaluation légale, les entreprises françaises peuvent procéder annuellement à des réévaluations volontaires (donc avec des incidences fiscales). Les écarts de réévaluation doivent être comptabilisés dans une réserve spéciale, qui ne peut être ni distribuée ni utilisée pour couvrir des pertes, mais qui peut être convertie en capital.

En Italie, au cours des années récentes, des lois de réévaluation ont été introduites en 1975, 1983, 1990 et 1991 : alors que les deux premières tendaient à corriger les bilans de l'inflation de manière forfaitaire, les deux dernières lois ont été influencées par l'état des finances publiques (les entreprises ont payé, en effet, un impôt partiel sur les écarts de réévaluation de 1990 et de 1991)<sup>1</sup>. Comme en France, il était également possible de procéder à des réévaluations volontaires (avec des conséquences fiscales) si des « raisons spéciales » existaient ; l'introduction de la IV<sup>e</sup> directive (prenant effet à partir des bilans 1993) a conféré une plus grande importance au principe du coût historique dont il n'est possible de s'éloigner que dans des cas exceptionnels en vue d'assurer une image véritable et sincère (« *True and Fair View* ») de l'entreprise.

Dans la présente recherche, il a été décidé d'inclure les écarts de réévaluation dans les capitaux propres essentiellement pour deux raisons :

- d'une part, les valeurs qui apparaissent dans les réserves des bilans espagnols, français et italiens sont le résidu non encore utilisé des réévaluations antérieures : par conséquent, exclure seulement les réévaluations encore visibles aurait provoqué une déformation ultérieure au lieu d'en éliminer une ;

- d'autre part, au moins pour les réévaluations monétaires justifiées par l'inflation, il existe un motif théorique pour les considérer dans les capitaux propres : leur inclusion dans le bilan permet de comparer des données de sociétés de pays ayant des taux d'inflation différents entre eux, donc d'éliminer des déformations.

En revanche, les réévaluations volontaires, effectuées dans le but principal d'améliorer la présentation comptable de la situation de l'entreprise, introduisent effectivement des déformations systématiques entre les pays et devraient être exclues des calculs. Il n'a pas été possible toutefois de séparer les effets comptables des réévaluations monétaires de ceux liés aux réévaluations légales.

- *Provisions réglementées* : ce n'est qu'en France qu'il existe de longue date une réglementation précise de ces provisions. En Autriche, un principe similaire a été introduit à partir de 1992, s'inspirant de la IV<sup>e</sup> directive. En Allemagne, une déduction directe des actifs ou une comptabilisation en réserve sont admises ; la moitié de cette réserve est considérée comme capitaux propres, alors que le restant est comptabilisé parmi les dettes afin de tenir compte forfaitairement des impôts différés.

En Italie, par contre, les amortissements dérogatoires sont surtout déduits des immobilisations. Depuis l'introduction de la IV<sup>e</sup> directive, un nombre croissant d'entreprises les comptabilisent en réserve. À partir des bilans 1994, toutefois, la situation italienne est devenue plus confuse : en effet, les entreprises peuvent soit déduire les amortissements dérogatoires des immobilisations, soit les comptabiliser en réserve, soit encore ne pas en tenir compte dans le bilan mais seulement dans le cadre de la déclaration fiscale.

- *Subventions d'investissement* : suivant les pays, les systèmes comptables admettent une ou plusieurs options pour l'enregistrement de ces subventions : déduction des immobilisations, indication dans un poste de produits différés (dans les comptes de régularisation) ou bien, même partiellement, dans une réserve spéciale ; dans ce dernier cas, la subvention peut être imputée au compte de résultats au fur et à mesure de l'amortissement de l'actif de référence.

<sup>1</sup> La réévaluation en 1990 était facultative mais est devenue obligatoire en 1991.

Pour assurer une meilleure comparabilité internationale, les subventions ont été exclues de la définition de capitaux propres.

– *Actions propres* : étant donné que cette information comptable n'est pas disponible systématiquement pour tous les pays considérés, elles *n'ont pas été déduites* de la définition de capitaux propres, à l'exception de l'Allemagne et de l'Autriche où elles ne sont pas séparables du capital souscrit non payé. Dans les pays pour lesquels cette donnée existe, le montant des actions propres prend des valeurs très limitées et n'influence pas les conclusions de l'analyse.

– *Dividendes à distribuer sur le bénéfice net de l'exercice* : comme pour les actions propres, le manque d'informations pour tous les pays a incité à ne pas déduire les dividendes à distribuer. Les *fonds propres sont donc considérés avant distribution des dividendes*.

– *Immobilisations incorporelles* : comme cela a été vu au chapitre précédent, les systèmes comptables des différents pays et l'interprétation du concept de prudence permettent les options les plus diverses en matière de capitalisation des dépenses industrielles, de traitement du *goodwill* et de leur amortissement.

En général, les normes allemandes et autrichiennes sont les plus restrictives pour l'inscription de ces dépenses à l'actif, alors qu'en Espagne, en France et en Italie il est possible d'activer différents types de coûts, tels que la publicité (sauf en Espagne), la formation, les coûts de restructuration, la recherche et le développement. En Espagne, les actifs incorporels comprennent également le bien acquis en crédit-bail.

En vue d'assurer une meilleure comparabilité internationale, le montant entier des immobilisations incorporelles a été déduit des fonds propres sans prendre en compte, même forfaitairement, les effets fiscaux.

Du point de vue de l'analyse financière, cette définition de fonds propres est d'une grande prudence, elle s'apparente aux fonds propres « tangibles ». Elle vise à mettre en lumière la capacité de l'entreprise à être solvable, sans tenir compte d'actifs qui, au moment de la liquidation, pourraient n'avoir aucune valeur de réalisation (optique de liquidation de l'analyse de solvabilité).

### 3.3.2. Les variables auxquelles sont rapportés les fonds propres

Une fois définis les fonds propres, il reste à préciser les variables qui serviront à apprécier le degré d'autonomie financière des entreprises vis-à-vis des tiers.

Le choix des variables reflète le schéma d'analyse tendant à mettre en lumière le degré de solvabilité des entreprises et leur capacité de résistance patrimoniale. Ces concepts sont mesurés en comparant les fonds propres essentiellement avec une variable de stock correspondant à l'endettement et une variable de flux correspondant au chiffre d'affaires.

Endettement financier	= Dettes envers les établissements de crédit + Emprunts obligataires + Autres dettes financières + Effets escomptés – Prime de remboursement des obligations + Prime d'émission des obligations <sup>1</sup> – Avances groupe et associés	Dettes financières
-----------------------	---	--------------------

Endettement financier – disponibilités – valeurs mobilières de placement  
 Chiffre d'affaires hors taxes<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Pour les pays où ce renseignement est disponible.

<sup>2</sup> Le montant du chiffre d'affaires hors taxes s'entend comme « hors taxes sur la valeur ajoutée ». Il englobe les autres impôts et taxes (alcools, tabac) pour la France, l'Allemagne et l'Italie, contrairement à l'Autriche et l'Espagne. Mais l'impact de ces différences de traitement comptable n'est pas significatif sur les écarts observés d'un pays à l'autre.

Pour résoudre au mieux le problème posé par les ratios à dénominateur négatif, il a été décidé d'ajouter systématiquement au dénominateur (à l'exception du chiffre d'affaires) le montant des fonds propres tels que définis précédemment pour aboutir au concept de *ressources financières*.

La bonne compréhension des ratios utilisés nécessite de souligner les points essentiels suivants.

– *Endettement financier* : toutes les catégories de dettes financières ont été prises en considération, qu'elles soient à court ou à long terme (pour tenir compte intégralement des différents instruments de financement utilisés par les entreprises). Quelques rectifications ont été toutefois opérées.

Pour certains pays, il n'a pas été possible de distinguer les composantes des dettes envers les groupe et associés entre dettes financières et dettes commerciales ou dettes diverses. La définition d'endettement financier adoptée exclut les dettes envers les groupe et associés : il s'agit ainsi d'une mesure par défaut de l'endettement effectif de l'entreprise. Cette erreur est moindre, toutefois, que celle qu'on aurait commise en incluant le montant total de dettes envers les groupe et associés qui comprennent pour partie des dettes de nature non financière, notamment commerciales, ce qui renvoie à une autre logique de fonctionnement.

Pour évaluer l'importance de la dette globale intragroupe, un indicateur de contrôle a été calculé. Pour l'Espagne, l'information n'est toutefois pas disponible, à compter de 1992, pour les entreprises de moins de 100 salariés.

$$\frac{\text{Dettes totales envers le groupe et associés}}{\text{Dettes globales (financières, commerciales, diverses)}}$$

Par ailleurs, le montant de l'endettement figurant au passif du bilan représente, sur la base de principes comptables de référence, la valeur nominale de la dette que l'entreprise payera à l'échéance à ses propres créanciers.

Pour disposer d'une mesure plus représentative de la valeur de la dette financière à partir des seules données comptables sans faire appel à des estimations de la valeur de marché, le total de la dette financière a été rectifié pour tenir compte des primes de remboursement et d'émission. Si l'amortissement des primes est effectué de façon appropriée, la valeur comptable des dettes à long terme, après avoir déduit les primes de remboursement et ajouté les primes d'émission, est proche de sa valeur économique (actualisée au taux du coût effectif de la dette et non au taux d'intérêt contractuel).

Les données disponibles dans les centrales de bilans sont limitées, dans la plupart des pays, aux seules primes concernant les dettes obligataires et, par conséquent, les calculs n'ont tenu compte que de ces dernières.

Quant aux instruments de financement à court terme, la différence entre valeur de remboursement et valeur d'émission n'existe pas. Soit elle est très limitée et s'annule au cours de l'exercice, soit elle est comprise indistinctement dans les comptes de régularisation et donc non disponible de manière analytique pour les traitements.

– *Hors bilan* : le groupe de recherche s'est interrogé sur les instruments de financement hors bilan. En particulier, il a examiné les *opérations de crédit-bail* et les *effets escomptés*.

Bien que la technique de retraitement des opérations de crédit-bail soit à recommander, elle n'est pas encore utilisée systématiquement par toutes les entreprises des différents pays. Seule l'Espagne applique la IV<sup>e</sup> directive qui exige des entreprises l'inscription de ces opérations à l'actif et au passif. En Allemagne, bien que la comptabilisation du crédit-bail ne soit pas prescrite par les normes comptables, les engagements hors bilan sont disponibles ; en revanche, les loyers sont regroupés dans les autres achats et charges externes sans qu'il soit possible de les isoler. En Italie, il existe des informations non systématiques dans les annexes de bilan sur les engagements de l'entreprise en matière de crédit-bail.

En France, seuls les loyers de crédit-bail sont disponibles, les engagements étant capitalisés en hors bilan. Enfin, ces données ne sont pas disponibles en Autriche.

Pour ces raisons, il a été décidé de ne pas prendre en considération le crédit-bail dans l'endettement financier.

Les *effets escomptés* ont été inclus dans l'endettement financier, ce qui correspond à un concept d'endettement « élargi », en assimilant à une dette financière les ressources obtenues en contrepartie de la cession de créances commerciales aux banques. Cette conception de l'endettement respecte le principe de prudence car un effet escompté représente une dette effective seulement si l'entreprise l'a cédé à la banque selon la formule « *pro solvendo* » et si le débiteur final n'a pas payé à l'échéance sa propre dette. Pendant toute la période s'écoulant entre la date de cession et l'échéance de l'effet, il s'agit d'un risque de recours cambiaire et non d'une dette effective.

Certains analystes assimilent les opérations d'escompte commercial non pas à une cession d'actif, mais à un financement garanti par des créances et, comme tel, pouvant se présenter comme une véritable dette.

Quoi qu'il en soit, inclure les effets escomptés dans l'endettement financier permet de mieux comparer la situation de différents secteurs et de différents pays dont les modalités et les habitudes de financement diffèrent techniquement (dans ce cas, la politique financière est « ajustée » par la politique de recours à l'escompte).

– *Dette financière brute et dette financière nette* : il est d'usage dans certains pays de détenir des soldes liquides compensant partiellement des dettes bancaires. L'endettement financier net a donc été calculé en déduisant des dettes financières le montant des ressources liquides, définies comme la somme des *disponibilités* et des *valeurs mobilières de placement*.

Cette approche permet également de tenir compte des effets de la gestion financière active des entreprises qui arbitrent à court terme sur les titres en vue d'exploiter des opportunités de taux d'intérêt et/ou de nature fiscale.

Enfin, la définition de la dette financière nette est la plus significative du point de vue économique si on désire prendre en considération les ressources orientées vers le financement des activités structurelles de l'entreprise, net du cycle de la trésorerie et des placements des surplus de liquidité.

Cependant, la compensation entre ressources liquides et endettement financier « ajuste trop », pour ainsi dire, les données, car elle élimine également l'effet de la plus grande ou de la plus petite efficience du système national de gestion des paiements. L'efficacité du système de paiements se traduit par des besoins plus ou moins grands de monnaie pour les transactions : cette donnée, toutefois, ne peut être observée directement dans les bilans.

Pour ces raisons, l'analyse des ratios utilisant les dettes financières nettes doit se faire conjointement à l'étude des indicateurs utilisant les dettes brutes, de façon à obtenir un tableau plus complet de la structure financière de l'entreprise.

– *Provisions pour risques et charges* : dans certains pays, les provisions pour risques et charges représentent des montants très importants. En particulier, en Allemagne, les fonds de pension et, dans une moindre mesure en Italie, les fonds d'indemnisations des salariés forment une partie importante du passif des sociétés.

Du point de vue financier, ces provisions constituent une importante source d'accumulation de ressources à l'intérieur de l'entreprise, investies indistinctement dans l'ensemble des activités. Dans le cadre de l'analyse des structures financières, il est nécessaire, par conséquent, de tenir compte de ces postes qui, réduisant le montant du besoin de financement externe, peuvent être tenus pour complémentaires d'autres sources.

Possédant du point de vue juridique la nature de dette, ces provisions, dans une optique d'analyse de solvabilité, ne peuvent être considérées comme des capitaux propres. Elles ne possèdent pas, cependant, la nature d'endettement financier, car il ne s'agit pas d'opérations négociées spécifiquement pour procurer des ressources aux entreprises, mais elles tirent leur origine des règles sociales nationales et représentent des dettes envers le personnel (ou anciens salariés) pour des rétributions différenciées auxquelles l'entreprise devra faire face à l'avenir, même si les montants ou/et les dates sont incertains. Toutefois, faire abstraction de leur existence aurait pour conséquence d'introduire des déformations systématiques dans les comparaisons internationales des structures patrimoniales et d'ignorer la présence de ressources financières importantes.

Par conséquent, un concept élargi d'endettement aurait pu être défini, concept qui aurait compris l'endettement financier (brut et net des liquidités) et le montant des provisions pour risques et charges.

Il faut préciser que le contenu du poste provisions pour risques et charges peut ne pas être homogène. Il est susceptible d'inclure des charges de nature déterminée mais dont le montant et/ou la date sont indéterminés. Il peut également comprendre des provisions effectuées à titre de précaution, dont la nature est similaire à celle des réserves incluses dans les capitaux propres. La législation fiscale peut aussi favoriser la constitution de ces provisions en permettant de les déduire du revenu imposable. Il est impossible, pour un observateur extérieur, de déterminer la vraie nature des différents postes qui composent les provisions pour risques et charges, et d'en isoler la partie susceptible d'être imputée aux capitaux propres.

C'est pourquoi l'inclusion du montant entier des provisions pour risques et charges dans la définition de l'endettement provoquerait une sous-estimation de la robustesse patrimoniale de l'entreprise, dont l'étendue ne peut pas être précisée exactement.

Pour cette raison, le groupe d'étude, pour évaluer l'importance de ces provisions, a préféré calculer le ratio de contrôle :

$$\frac{\text{Provisions pour risques et charges}}{\text{Endettement financier} + \text{provisions pour risques et charges}}$$

– *Chiffre d'affaires* : le rapprochement des fonds propres et du chiffre d'affaires, comme cela sera discuté plus amplement au chapitre consacré au commentaire des résultats, est destiné à apprécier la capacité de l'entreprise à soutenir sur le plan patrimonial son propre cycle de production et à évaluer les risques potentiels de suractivité (*overtrading*).

La limite principale du chiffre d'affaires est sa dépendance à l'égard du degré d'intégration verticale du procédé de fabrication de l'entreprise. Malgré cela, il a été préféré à la valeur ajoutée en tant que variable de flux, compte tenu de la difficulté de parvenir à une définition homogène de cette dernière parmi les différents pays considérés (à cause principalement des différences de comptabilisation de certaines catégories de charges).

Par construction, le rapport entre fonds propres et chiffre d'affaires dépend de la vitesse de rotation du capital globalement utilisé par l'entreprise. De ce fait, il est susceptible d'être affecté par les cycles économiques des différents pays.

– *Total de l'actif* : parmi les variables de stock à comparer avec les fonds propres, a été retenu, à titre complémentaire, le total de l'actif incluant les créances commerciales. Ce ratio est, en effet, très souvent utilisé dans les comparaisons internationales. Il permet également de tenir compte implicitement du processus de réévaluation des immobilisations retenus dans certains pays.

Il synthétise toutefois non seulement le mode de financement des entreprises, mais aussi les effets des usages commerciaux. En effet, l'actif comprend les créances commerciales dont le montant, comme les dettes de même nom, est plus ou moins élevé selon la longueur des délais contractuels moyens d'encaissement et de paiement.

Il est à noter que les dettes commerciales n'ont pas été retenues dans les ressources financières afin de rester cohérent avec le point de vue de la solvabilité financière qui privilégie les dettes rémunérées. Elles sont de nature différente des dettes financières : elles ne correspondent pas à un contrat de prêts, elles relèvent de pratiques commerciales diverses (accord, contrepartie d'un prix, fidélisation...) et elles financent des besoins de même nature à l'actif. Pour conserver une homogénéité méthodologique, le montant de l'actif comprend les effets escomptés mais on en déduit les immobilisations incorporelles, les subventions d'investissement et les primes de remboursement des obligations.

D'une façon générale, le groupe d'étude a considéré qu'on ne peut pas dissocier l'analyse de l'actif de celle du passif : le premier (en niveau et en structure) permet de comprendre le second, c'est-à-dire les motifs des décisions financières. Les décisions de financement sont déterminées par la nature des besoins. La rotation de l'actif (actif/chiffre d'affaires) apparaît donc comme une variable explicative des différences de structure financière. Conjointement au ratio « ressources financières/chiffre d'affaires » qui a été également calculé<sup>1</sup>, elle permet d'expliquer la relation entre fonds propres et chiffre d'affaires.

Dans un souci d'exhaustivité, le rapport entre *endettement financier et chiffre d'affaires* a été calculé. Composé de grandeurs monétaires presque homogènes, il permet de procéder à des comparaisons plus pertinentes entre des pays dont les taux d'inflation diffèrent.

En définitive, les ratios qui sont privilégiés dans l'étude sont les suivants.

Numérateur	Dénominateur
Fonds propres	Ressources financières (endettement financier + fonds propres)
	Ressources financières – disponibilités – valeurs mobilières de placement (a)
	Chiffre d'affaires

(a) Disponibilités + valeurs mobilières de placement = liquidités

Les ratios complémentaires ou de contrôle qui seront étudiés sont les suivants :

- Effets escomptés/endettement financier ;
- provisions pour risques et charges/endettement financier + provisions pour risques et charges ;
- dettes totales envers les groupes et associés/dettes globales (financières, commerciales, diverses) ;
- endettement financier/chiffre d'affaires ;
- fonds propres/actif corrigé<sup>2</sup> ;
- actif corrigé/chiffre d'affaires ;
- ressources financières/chiffre d'affaires.

<sup>1</sup> Le lecteur peut cependant noter que la définition des ressources financières faite à partir du passif est équivalente à une définition à partir des postes de l'actif regroupant l'actif immobilisé et les besoins en fonds de roulement. Une telle définition correspond à une approche en termes de besoins de financement (net du financement par dettes commerciales), que nous apprécions par l'actif corrigé.

<sup>2</sup> Actif corrigé : actif – capital souscrit non appelé – prime de remboursement des obligations – immobilisations incorporelles – subventions d'investissement + effets escomptés

Pour l'ensemble des ratios étudiés, le groupe a décidé de retenir comme indicateur statistique :

- la moyenne pondérée (ou ratio moyen), qui peut être calculée en faisant le rapport du cumul des numérateurs sur le cumul des dénominateurs ;
  - les quartiles, et notamment la médiane qui, une fois les entreprises classées par ordre croissant d'un ratio, séparent en deux parties égales la population étudiée.

Le groupe n'a pas, en revanche, retenu la moyenne trop sensible aux valeurs extrêmes (*outliers*).

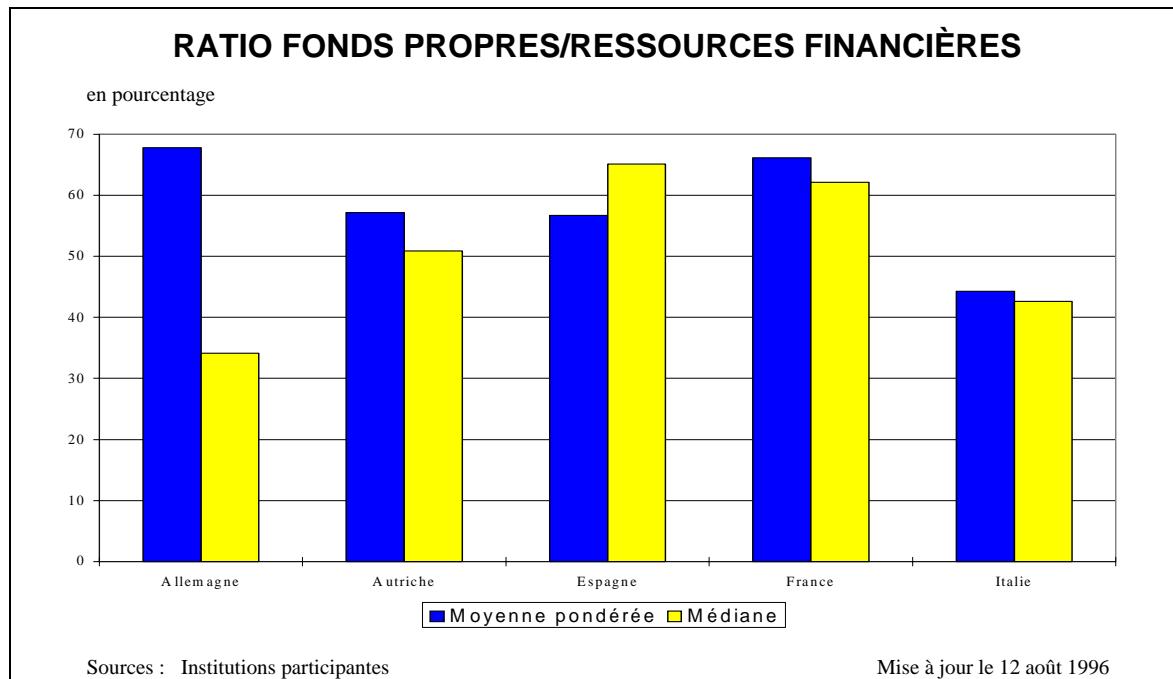
## 4. Résultats de l'analyse comparative

#### *4.1. Dotation en fonds propres des entreprises européennes*

Tous les pays participant à l'étude sont des pays où, contrairement aux pays anglo-saxons et malgré les évolutions récentes, notamment en France, les banques jouent un rôle important dans le financement des entreprises.

Cependant, quel que soit l'indicateur central utilisé, la structure du capital des entreprises des différents pays sous revue n'apparaît pas identique.

Ainsi, en 1993, en moyenne pondérée, le rapport «*fonds propres/ressources financières* » s'élève à 67,8 % en Allemagne et à 66,1 % en France, contre 57,2 % en Autriche, 56,7 % en Espagne et 44,3 % en Italie. En médiane, ce même rapport est de 65,1 % en Espagne et 62,1 % en France, contre 50,9 % en Autriche, 42,6 % en Italie et 34,1 % en Allemagne. Ces différences sont toutes significatives d'un point de vue statistique<sup>1</sup>.



---

<sup>1</sup> D'après un test non paramétrique sur la médiane

La principale conclusion que l'on peut tirer de l'examen de ce ratio est que la hiérarchie entre les pays diffère fortement, selon que l'on observe la médiane ou le ratio moyen. Le cas le plus net concerne l'Allemagne dont les entreprises apparaissent les moins capitalisées sur la médiane mais les plus capitalisées sur le ratio moyen.

Plus précisément, sur la moyenne pondérée, on constate que la dotation en fonds propres est assez voisine en Autriche, en Espagne, en France et en Allemagne, seule l'Italie paraissant sous-capitalisée. Sur la médiane, au contraire, deux groupes de pays se distinguent : la France et l'Espagne d'une part, où le ratio « fonds propres/ressources financières » est élevé, l'Italie et l'Allemagne d'autre part, où il est faible. L'examen des quartiles Q1 et Q3 confirme ce constat. Par exemple, on observe que la valeur de ce ratio est, pour les trois quarts des entreprises françaises et espagnoles, supérieure respectivement à 36,3 % et à 39,6 %, en Allemagne seulement à 12,1 %. L'analyse de la situation des entreprises autrichiennes est délicate du fait de la sous-représentation des petites entreprises, ce qui surévalue la médiane compte tenu de la sous-capitalisation de cette catégorie de sociétés.

La forte contradiction, selon que l'on raisonne en médiane ou en moyenne pondérée, se comprend si on se rappelle que la moyenne pondérée reflète la situation agrégée de l'industrie de chaque pays par l'addition de toutes les entreprises, de façon à obtenir un bilan unique (comme s'il s'agissait d'une seule grande entreprise) : de cette manière, forces et faiblesses relatives des structures financières se compensent. La médiane, en revanche, exprime une valeur centrale de distribution sans compensation. Chaque entreprise a le même poids et, de ce fait, la médiane subit l'influence des entreprises les plus nombreuses, à savoir les plus petites. L'influence des grandes entreprises sur la moyenne pondérée est particulièrement sensible en Allemagne où les chiffres globaux reflètent, pour une large part, le comportement des très grandes sociétés. En conséquence de quoi, le groupe a décidé d'utiliser principalement la médiane plutôt que la moyenne pondérée et d'effectuer une analyse de l'effet-taille sur la dotation en fonds propres des entreprises.

Deux enseignements principaux peuvent être tirés.

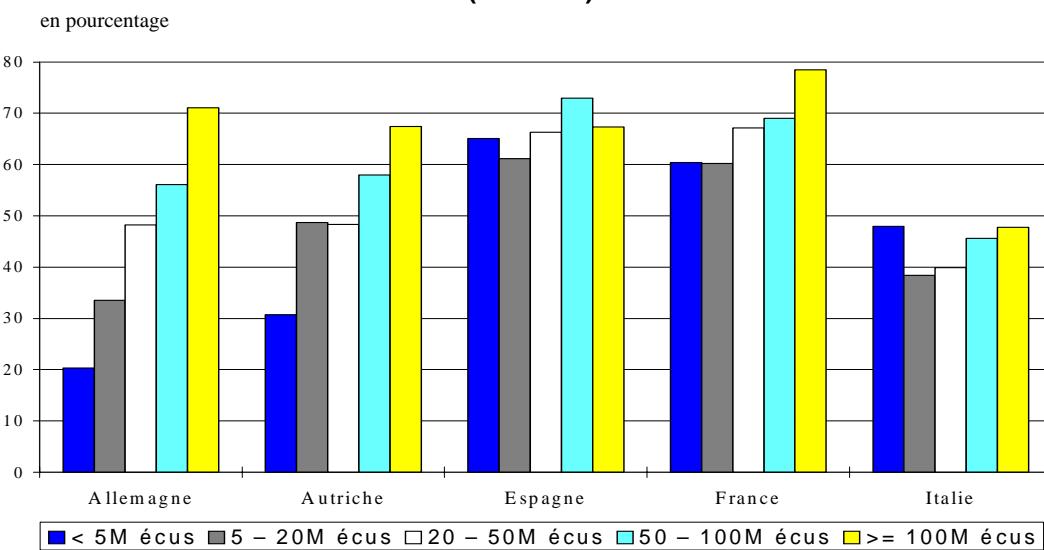
#### **L'effet de la taille des entreprises change fortement d'un pays à l'autre**

– Il est quasi inexistant en Italie, où aucune hiérarchie ne peut être décelée selon l'importance de l'entreprise, alors que, en Espagne, seules les entreprises réalisant entre 50 millions d'écus et 100 millions de chiffre d'affaires se distinguent.

– Il est simplement moyen en France, où l'écart, entre entreprises de plus de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires et entreprises très petites, est de l'ordre de 18 points.

– Il est très fort en Autriche et encore plus en Allemagne, où la médiane atteint seulement 20 % dans les firmes réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 5 millions d'écus et 71 % dans les grandes sociétés, soit un écart de près de 50 points. En Allemagne, il est d'ailleurs intéressant d'observer que la valeur du premier quartile des très grandes entreprises est supérieure à celle du troisième quartile des très petites entreprises.

**RATIO FONDS PROPRES/RESSOURCES FINANCIÈRES  
par taille d'entreprises  
(médiane)**



NB : M = millions

Sources : Institutions participantes

Mise à jour le 12 août 1996

Il faut noter par ailleurs que, en France, cette hiérarchie entre entreprises est un résultat relativement récent. Au début des années quatre-vingt, la structure financière des PME était plus solide que celle des grandes entreprises. Par la suite, en liaison avec la diminution de l'inflation, l'amélioration des profits et le développement des marchés financiers, les grandes entreprises ont, de façon significative, amélioré leurs structures financières. Au début des années quatre-vingt-dix, le retournement du cycle économique a pesé sur toutes les entreprises, à l'exception des grandes entreprises françaises qui ont poursuivi le redressement de leur structure financière.

**D'un pays à l'autre, les écarts sont beaucoup plus importants entre les petites entreprises qu'entre les très grandes entreprises**

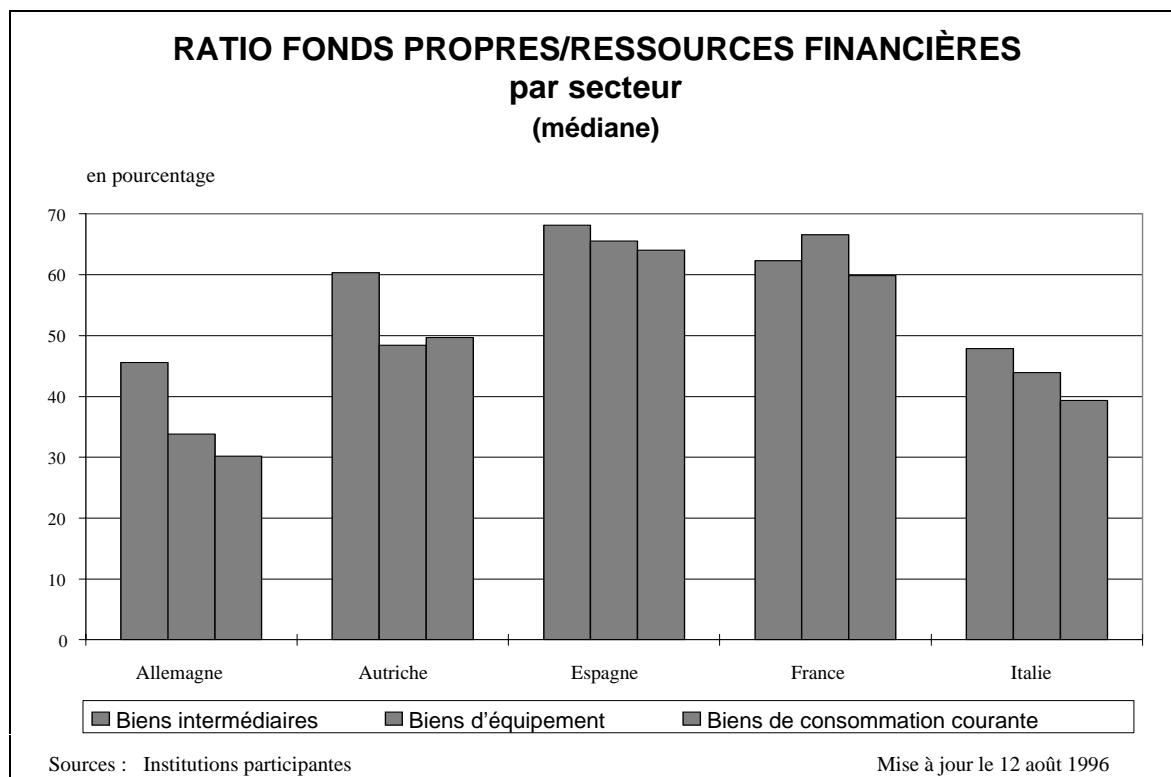
– Dans les petites entreprises allemandes, les fonds propres en médiane ne représentent, en 1993, que 20,3 % des ressources financières ; ce pourcentage, pour la même catégorie de firmes, atteint 30,7 % en Autriche, 47,9 % en Italie, 60,4 % en France et 65,1 % en Espagne. Souvent, dans les PME italiennes, une partie des emprunts obligataires est contractée directement par les propriétaires de l'entreprise, ce qui réduit l'endettement observable ; malheureusement les variables correspondantes ne sont pas disponibles directement dans les bilans.

– Au niveau des très grandes entreprises, c'est-à-dire celles réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 100 millions d'écus, les écarts sont, en revanche, si on exclut l'Italie, assez faibles. Ainsi, dans cette catégorie de population, la médiane du rapport « fonds propres/ressources financières » est de 67,4 % en Autriche, de 67,3 % en Espagne, de 71,1 % en Allemagne et de 78,5 % en France, soit un écart maximum de 16 points (ou de 30,7 points, si on inclut l'Italie). Le même constat peut être effectué à partir de l'examen des premier et troisième quartiles. Il semblerait donc que la possibilité de recourir aux marchés financiers internationaux aboutisse à une certaine harmonisation des structures de financement.

Le rapport « fonds propres/ressources financières » a diminué en médiane entre 1991 et 1993 dans les très grandes entreprises de presque 6 points en Italie et de près de 4 points en Espagne, alors que dans les autres pays il a enregistré une amélioration (+ 11 points en Autriche, + 7 points en France, + 4 points en Allemagne). Cette évolution renforce l'hypothèse selon laquelle les structures financières des grandes entreprises des différents pays sont fondamentalement plus homogènes.

*Les résultats précédents ne semblent pas liés à la composition sectorielle de chaque échantillon.* Pour chacun des trois grands secteurs analysés (biens intermédiaires, biens d'équipement, biens de consommation), on retrouve, quel que soit l'indicateur central retenu, la même hiérarchie entre pays que celle observée sur l'ensemble de l'industrie. Ainsi, sur la médiane, la plus forte dotation en fonds propres est en France et en Espagne, la plus faible en Italie et en Allemagne. La situation en Autriche est plus difficile à apprécier du fait de la sous-représentation des très petites entreprises. Les conclusions tirées de l'effet-taille sont également confirmées.

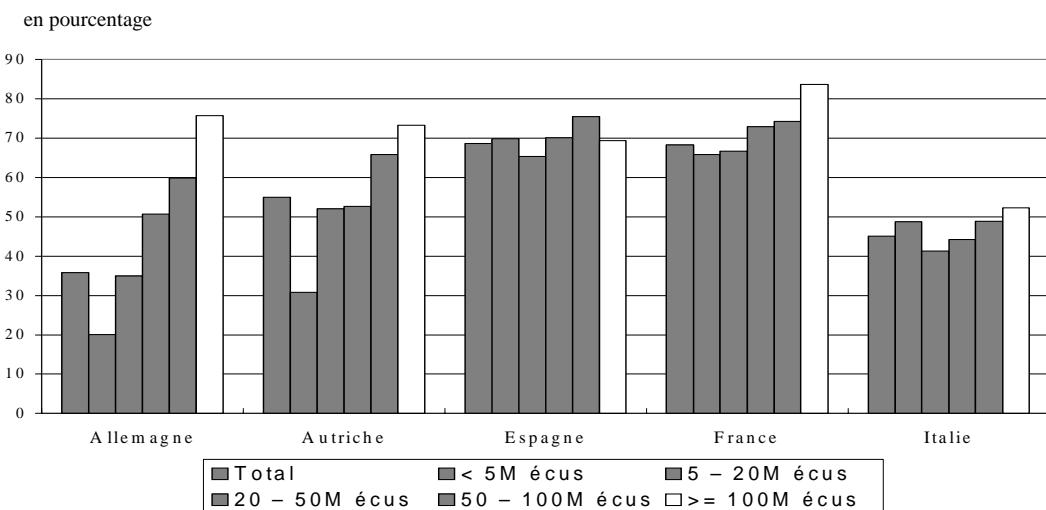
Par ailleurs, à l'intérieur de chaque pays, hormis la France, ce sont les entreprises de biens intermédiaires qui présentent le ratio « fonds propres/ressources financières » le plus élevé. Les écarts d'un secteur à l'autre à l'intérieur d'un même pays sont toutefois relativement faibles. La différence maximum est observée en Allemagne (15 points entre le secteur des biens intermédiaires et celui des biens de consommation), l'écart minimum en Espagne (4,1 points entre le secteur des biens intermédiaires et le secteur des biens de consommation).



*Les conclusions ne sont pas influencées par les choix méthodologiques faits par le groupe.* Si l'on soustrait de l'endettement les liquidités et valeurs mobilières de placement, pour aboutir à un concept d'*endettement net*, la hiérarchie d'un pays à l'autre n'est pas modifiée. Les constats faits, par exemple, sur les chiffres par taille sont les mêmes que ceux réalisés sur le ratio « fonds propres/ressources financières », c'est-à-dire un effet-taille différent d'un pays à l'autre et une plus grande homogénéité dans les grandes entreprises que dans les PME. Si on observe, généralement, sur la médiane une amélioration du ratio croissante avec la taille de l'entreprise, le constat est différent sur le troisième quartile. En Espagne, et surtout en France, les améliorations les plus fortes sont le fait des petites et très

petites entreprises. Les raisons de cette situation ne sont pas faciles à déceler. Elles peuvent tenir à ce que, dans les deux pays concernés, les plus petites entreprises veulent alléger la contrainte financière grâce aux ressources que leur procurent leurs actifs liquides et/ou sont contraintes, par les établissements bancaires, pour obtenir des crédits, de conserver des liquidités importantes qui peuvent servir de garantie en cas de difficultés.

### RATIO FONDS PROPRES/RESSOURCES FINANCIÈRES – LIQUIDITÉS par taille d'entreprises (médiane)



NB : M = millions

Sources : Institutions participantes

Mise à jour le 12 août 1996

*La prise en compte de l'escompte dans les ressources financières a également peu d'influence sur le résultat global du fait de la faiblesse de ce mode de financement. Hormis l'Autriche<sup>1</sup>, pour laquelle l'information n'est pas disponible ou non significative, le recours à l'escompte est marginal, sauf en Espagne où son montant atteint 14,1 % des dettes financières. Ce mode de financement est surtout utilisé dans ce pays par les entreprises réalisant entre 5 millions d'écus et 100 millions de chiffre d'affaires et relevant en tout premier lieu des secteurs des biens intermédiaires et d'équipement. En Italie, sur la base des chiffres de bilans, la plupart des entreprises ne semblent pas utiliser ou utilisent peu ce mode de financement. La situation est plus diverse en France. Ainsi, un quart des entreprises réalisant moins de 5 millions d'écus de chiffre d'affaires, d'une part, et un quart de celles appartenant à la tranche de taille 5-20 millions d'écus de chiffre d'affaires, d'autre part, font appel à l'escompte de manière importante (respectivement 31,6 % et 28,4 %). Le constat est similaire en Allemagne pour un quart des sociétés de plus de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires dont le ratio est de 12,5 %.*

La hiérarchie observée entre les pays se retrouve sur le ratio «fonds propres/actif corrigé». Il est rappelé que ce ratio permet de tenir compte implicitement du processus de réévaluation effectué dans certains pays.

<sup>1</sup> Rappelons que les effets escomptés ne sont pas disponibles pour l'Autriche à partir des données de bilans, mais leurs montants sont peu significatifs suite à un contrôle effectué à partir des données de risques.

Au total, l'ensemble de ces résultats montrent que les différences d'un pays à l'autre sont plus liées à la taille qu'aux écarts sectoriels. Ils confirment le constat établi par Laudy et Szpiro [1988] qui remarquaient que « les différences nationales entre entreprises sont plus marquées que les caractéristiques sectorielles d'endettement », autrement dit que « les spécifications sectorielles sont beaucoup moins nettes que les particularités nationales ». En outre, l'apparente contradiction, selon qu'on utilise la moyenne pondérée ou la médiane sur la situation de l'Allemagne, résulte, comme cela a été expliqué, d'un poids très élevé de quelques très grandes entreprises dans la tranche de taille des plus de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires, concentrées dans la partie supérieure de la distribution du ratio. En effet, globalement sur les premier, deuxième (médiane) et troisième quartiles, les entreprises allemandes sont dans une position plus désavantageuse que celle de leurs concurrentes des autres pays. Sur la médiane, la situation de l'Allemagne s'explique par la faiblesse de la dotation des entreprises de moins de 20 millions d'écus de chiffre d'affaires. Au-delà de cette limite, ce sont les entreprises italiennes qui sont dans la situation la plus défavorable.

Enfin, les résultats confirmant, comme cela avait été souligné par l'étude de la Banque fédérale d'Allemagne, l'importance d'une démarche rigoureuse tant dans le choix et la définition des indicateurs que dans la constitution des échantillons. En effet, le plus souvent, l'influence des très grandes entreprises sur les conclusions des recherches est sous-estimée et le constat réalisé sur cette catégorie de population est généralisé à l'ensemble des entreprises non cotées, en particulier des PME.

#### **4.2. Les substituts aux capitaux propres et à l'endettement<sup>1</sup>**

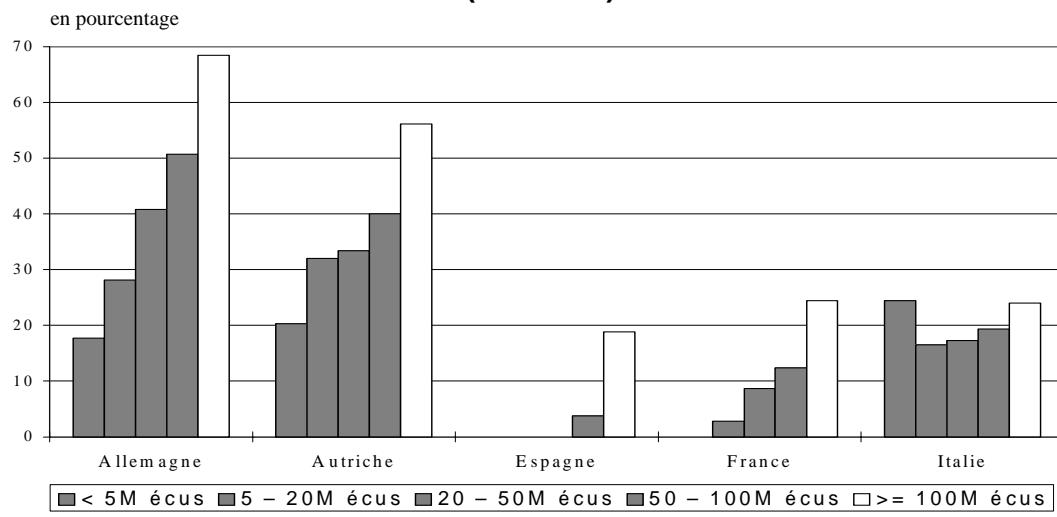
Les commentaires effectués jusqu'ici ne retenaient que deux sources de financement : les fonds propres d'une part, les dettes financières d'autre part. Mais il faut aussi tenir compte d'autres modes de financement, par exemple les provisions pour risques et charges<sup>2</sup> ou encore les prêts des groupe et associés.

Les *provisions pour risques et charges*, en raison notamment de l'importance des fonds de pension, jouent un très grand rôle dans le financement des entreprises allemandes et autrichiennes. Il arrive même que, dans ces pays, elles soient plus importantes que les fonds propres. En Italie, elles atteignent également un niveau assez élevé, une part importante d'entre elles étant constituée pour indemnités de départ : annuellement, les entreprises mettent de côté une quote-part du coût du travail dont le montant accumulé est distribué à l'employé au moment où il quitte l'entreprise. Pour la majorité des entreprises en Espagne et en France, ces provisions sont, en revanche, faibles, voire nulles, sauf pour les firmes réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 100 millions d'écus en Espagne et à 20 millions d'écus en France.

<sup>1</sup> Tel que défini pour la présente étude

<sup>2</sup> Les autres moyens de financement ne sont pas étudiés soit faute de données comptables, soit du fait de l'absence d'effets sur la hiérarchie établie précédemment.

**RATIO PROVISION POUR RISQUES ET CHARGES/DETTES FINANCIÈRES  
+ PROVISION POUR RISQUES ET CHARGES  
(médiane)**



NB : M = millions

Sources : Institutions participantes

Mise à jour le 12 août 1996

Les différences relevées précédemment se retrouvent quelle que soit la taille de l'entreprise. On observe, par ailleurs :

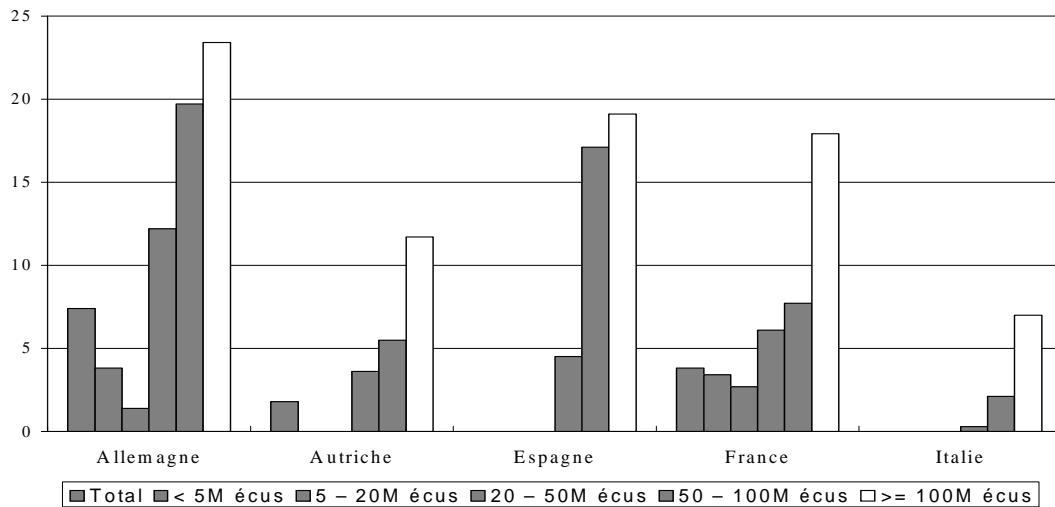
- que, dans chaque pays, ces provisions sont beaucoup plus élevées dans les grandes et très grandes entreprises (plus de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires) que dans les PME, la seule exception concerne l'Italie où l'importance de ces provisions semble indépendante de la taille de l'entreprise ;
- que les provisions sont plus importantes que les dettes financières pour les très grandes entreprises autrichiennes et allemandes.

Les *prêts des groupe et associés*, toute nature confondue, sont les plus élevés en Allemagne et en France. En revanche, au-dessus de 50 millions d'écus de chiffre d'affaires, ces prêts sont plus importants en Espagne<sup>1</sup> qu'en France. Ils sont quasiment inexistantes en Italie pour les entreprises de moins de 50 millions d'écus de chiffre d'affaires. Les apports des groupe et associés, croissants avec la taille, semblent concentrés sur le quart supérieur de la population des entreprises, en particulier en Allemagne et en Espagne.

<sup>1</sup> Cf. 3.3.2. pour l'Espagne

## RATIO DETTES ENVERS LES GROUPE ET ASSOCIÉS/DETTE TOTALE (médiane)

en pourcentage



NB : M = millions

Sources : Institutions participantes

Mise à jour le 12 août 1996

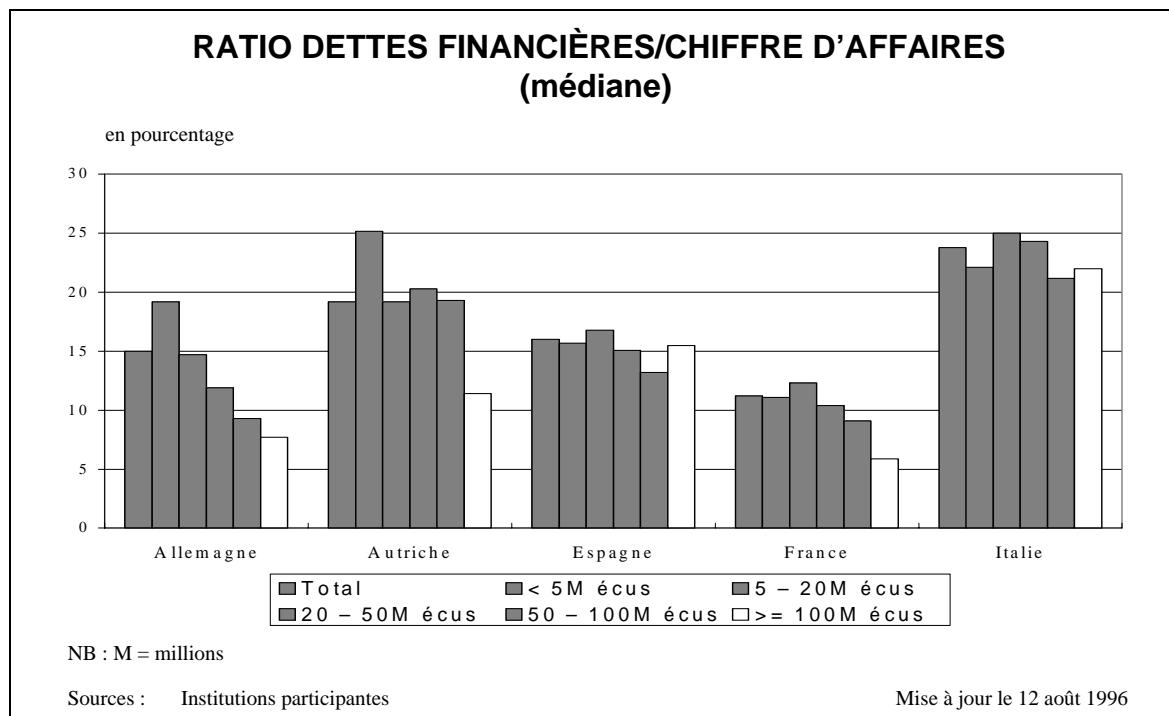
En France, et surtout en Allemagne, l'existence de ce type de dettes dans les entreprises de moins de 20 millions d'écus de chiffre d'affaires, quand elles sont indépendantes, peut indiquer un mode de financement spécifique par appel aux associés ou, dans le cas contraire, refléter un mode particulier de gestion des relations commerciales intragroupe. Elles peuvent aussi expliquer, en partie, pourquoi les très petites entreprises allemandes ayant des liens financiers, malgré leur faible dotation en fonds propres, ont la possibilité de recourir au financement bancaire. Les dettes à l'égard des groupe et associés servent probablement à signaler l'existence de garanties.

En ce qui concerne l'Italie, le phénomène des groupes est essentiellement concentré dans les entreprises de grande dimension et, en partie aussi, dans les entreprises de moyenne dimension. L'importance de l'endettement financier vers le groupe concerne essentiellement la quote-part à court terme. Dans les entreprises de dimensions plus grandes, les dettes financières vers les sociétés du groupe représentent entre 42 % et 46 % du total à court terme. Un tel pourcentage diminue rapidement dans les autres cas. Dans l'endettement financier à long terme, par contre, l'importance des apports des groupes est limitée.

D'une façon générale, il est à noter qu'il n'y a pas d'opposition entre le financement par fonds propres et le financement par substituts. En Allemagne comme en Autriche, les provisions sont beaucoup plus fortes dans les entreprises de plus de 20 millions d'écus de chiffres d'affaires, alors que leur dotation en fonds propres est plus importante que dans les entreprises de plus petite taille. De même, en France, les engagements des groupe et associés sont importants, alors que la dotation en fonds propres est élevée. Par conséquent, le recours au financement par les substituts considérés n'explique pas complètement pourquoi les petites entreprises allemandes peuvent survivre avec une faible dotation en fonds propres par rapport à leurs homologues des autres pays européens.

### 4.3. La maîtrise du cycle d'activité

L'étude du ratio « fonds propres/ressources financières » a montré que, sur la médiane (annexe), les très petites entreprises autrichiennes, les entreprises allemandes de moins de 20 millions d'écus de chiffre d'affaires et les sociétés italiennes, en particulier les plus de 5 millions d'écus de chiffre d'affaires, sont dans la situation la moins favorable. À l'opposé, les entreprises françaises et espagnoles et les très grandes entreprises allemandes apparaissent dans la situation la plus avantageuse.



L'analyse du ratio « dettes financières/chiffre d'affaires », quel que soit l'indicateur central retenu, confirme que :

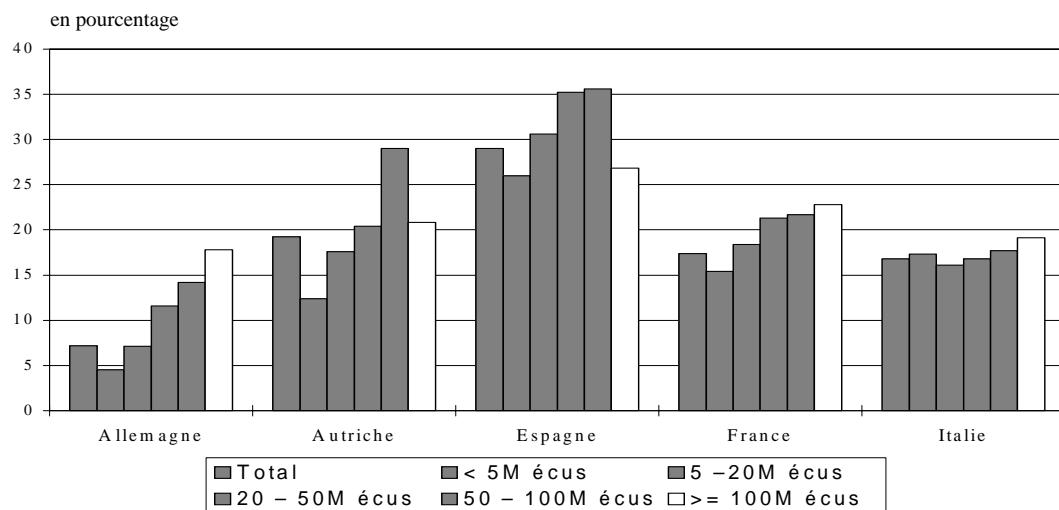
- les entreprises italiennes et, en particulier, les très petites sociétés autrichiennes présentent la position la moins solide ;
- les firmes françaises sont dans une situation favorable.

Les entreprises espagnoles ne sont, en revanche, pas en position aussi avantageuse qu'au regard de l'importance de leur dotation en fonds propres. Surtout, contredisant le constat initial, les entreprises allemandes de moins de 20 millions d'écus de chiffre d'affaires occupent une place intermédiaire, avec un ratio « dettes financières/chiffre d'affaires » certes plus élevé que leurs homologues françaises et espagnoles mais moindre que celui des sociétés autrichiennes et italiennes de même taille.

Ce dernier constat ne doit pas toutefois être considéré comme définitif. Il apparaît en effet une nouvelle modification de la hiérarchie d'un pays à l'autre sur le ratio « fonds propres/chiffre d'affaires ».

La position défavorable des entreprises allemandes de moins de 20 millions d'écus de chiffre d'affaires, et des firmes autrichiennes de petite taille, relevée sur la médiane du ratio « fonds propres/ressources financières » se retrouve sur ce dernier rapport. Les sociétés italiennes sont, quant à elles, dans une situation intermédiaire, peu éloignée de celle des entreprises françaises. Ce sont les entreprises espagnoles qui présentent en 1993, mais également sur toute la période étudiée, le montant de fonds propres le plus élevé par rapport au chiffre d'affaires.

### RATIO FONDS PROPRES/CHIFFRE D'AFFAIRES (médiane)

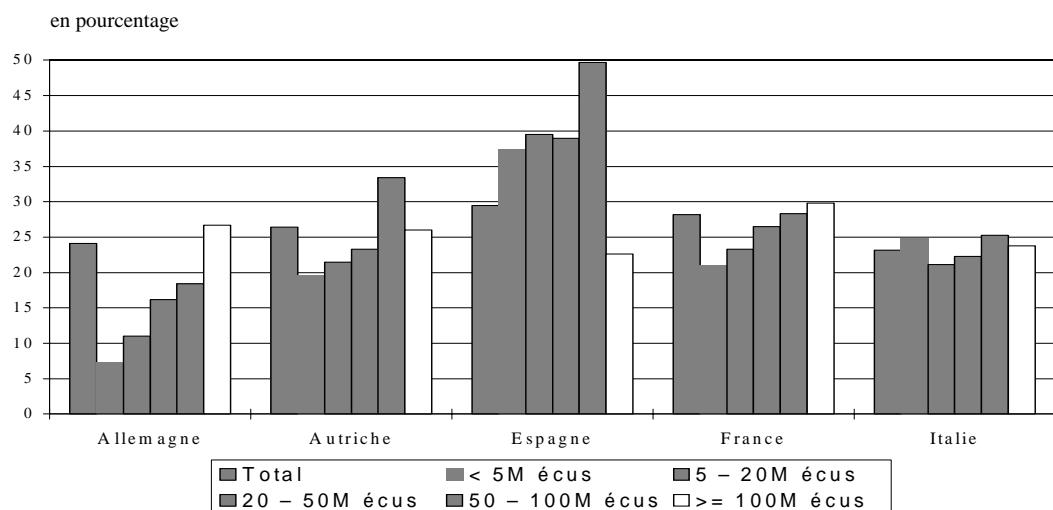


NB : M = millions

Sources : Institutions participantes

Mise à jour le 12 août 1996

### RATIO FONDS PROPRES/CHIFFRE D'AFFAIRES (moyenne pondérée)



NB : M = millions

Sources : Institutions participantes

Mise à jour le 12 août 1996

Au total :

- les entreprises italiennes sont, sur la plupart des indicateurs, dans une position défavorable ;
- les sociétés espagnoles ont une dotation en fonds propres et un endettement rapporté au chiffre d'affaires importants ;
- les firmes françaises sont peu endettées, eu égard à leur activité, et assez largement dotées en fonds propres ;

- les petites entreprises allemandes, malgré la faiblesse de leurs fonds propres, sont peu endettées ;
- enfin, les sociétés autrichiennes occupent une place intermédiaire entre l'Espagne, la France et l'Allemagne.

Les écarts de diagnostic selon le ratio retenu (par exemple entre le ratio « fonds propres/chiffre d'affaires » et « endettement/chiffre d'affaires » en Allemagne, entre le ratio « fonds propres/ressources financières » et le ratio « fonds propres/chiffre d'affaires » pour l'Italie) sont liés, pour une large part, aux fortes différences quant au montant des ressources financières mises en œuvre dans chaque pays en regard de l'activité traitée.

La décomposition suivante permet d'expliciter ce lien<sup>1</sup> :

$$\frac{FP}{CA} = \frac{FP}{RF} \times \frac{RF}{CA}$$

et

$$\frac{end}{CA} = (1 - \frac{FP}{CA}) \times \frac{RF}{CA}$$

avec :

FP = fonds propres

CA = chiffre d'affaires

RF = ressources financières

end = endettement financier

Le ratio « *ressources financières/chiffre d'affaires* » apparaît, malgré quelques nuances liées à la taille des entreprises, plus faible en Allemagne et en France que dans les autres pays. En d'autres termes, pour réaliser un écu de chiffre d'affaires, il faut dans les deux pays moins de ressources financières.

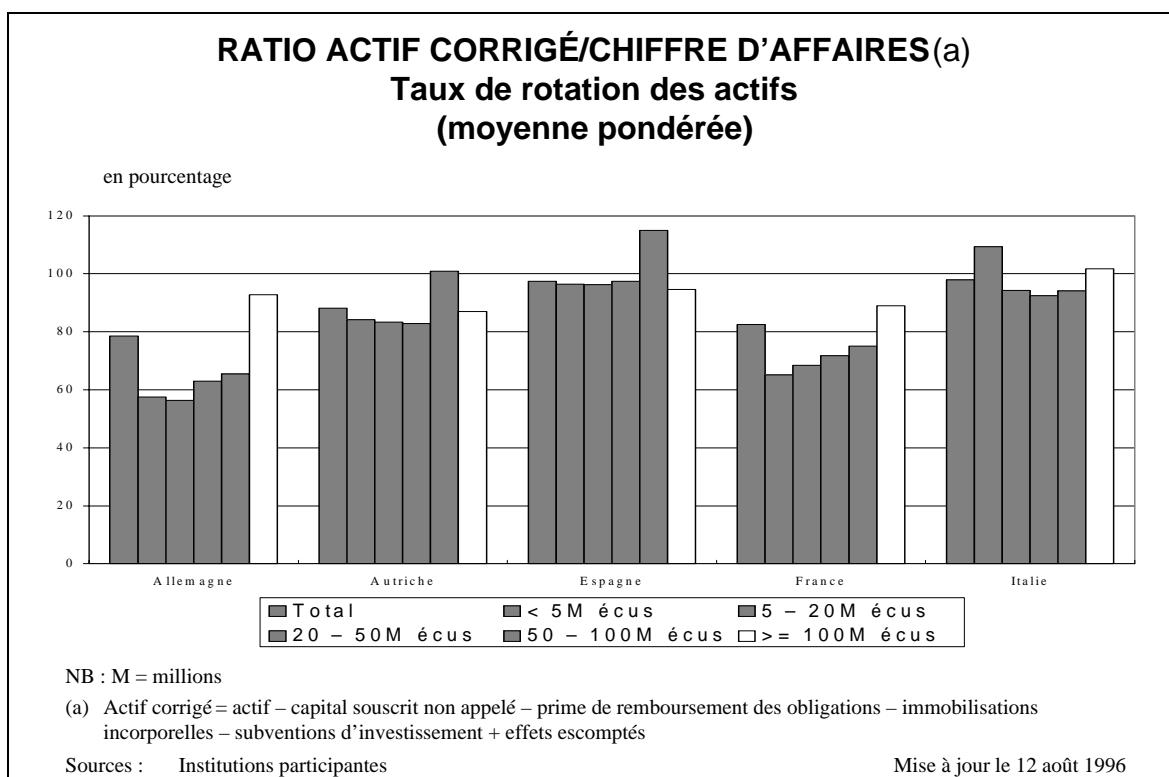
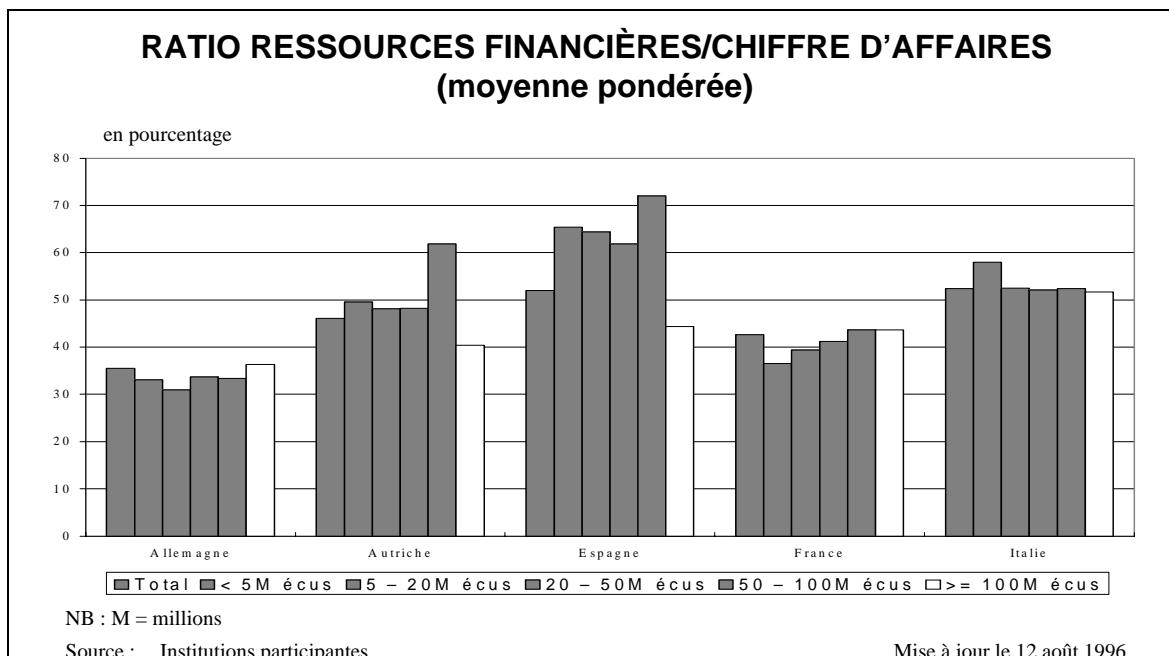
Les situations ressortent plus homogènes en Allemagne, en Italie et en France que dans les deux autres pays. En Autriche, les sociétés qui réalisent entre 50 millions d'écus et 100 millions présentent un ratio élevé. En Espagne, hormis les firmes de plus de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires, le montant de ressources financières rapporté au chiffre d'affaires est particulièrement important. C'est dans le secteur des biens intermédiaires en Espagne que le ratio est le plus fort et dans le secteur des biens de consommation en Allemagne qu'il est le plus faible.

Les différences d'un pays à l'autre, sur le ratio « *ressources financières/chiffre d'affaires* », tiennent à l'existence, d'une part, d'autres ressources que les seules ressources financières telles que définies par cette recherche (à savoir fonds propres + endettement financier) et/ou, d'autre part, à l'importance des besoins financiers qui conditionnent l'importance des ressources à mettre en œuvre pour les satisfaire. L'intensité de ces besoins peut être appréhendée par le ratio mesurant la vitesse de rotation des actifs, à savoir « *actif/chiffre d'affaires* ».

Globalement, la vitesse de rotation des actifs apparaît plus rapide en Allemagne et en France qu'en Autriche, en Italie et en Espagne. Ce phénomène est particulièrement fort dans les petites et moyennes entreprises. Par exemple, pour les firmes réalisant un chiffre d'affaires entre 5 millions d'écus et 20 millions, le rapport « *actif/chiffre d'affaires* » atteint, en 1993, 56 % (c'est-à-dire qu'il faut 56 écus d'actifs pour 100 écus de chiffre d'affaires) en Allemagne, 68 % en France, 83 % en Autriche, 94 % en Italie et 96 % en Espagne. Les écarts entre pays sont, par contre, assez faibles dans la population des très grandes entreprises (minimum de ce rapport : 87 % en Autriche ; maximum : 102 % en Italie).

<sup>1</sup> Afin de pouvoir calculer directement chaque ratio à partir de la décomposition, on retient la moyenne pondérée. En effet, on ne peut pas procéder ainsi à partir de la médiane.

À cet égard, on peut observer qu'en Allemagne et en France la rotation des actifs est décroissante avec la taille, avec un ralentissement particulièrement prononcé au seuil de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires. La situation apparaît plus homogène en Espagne, en Autriche et en Italie. Toutefois, ce sont les très petites entreprises italiennes qui connaissent la rotation des actifs la plus lente. Pour l'Italie, ce constat doit être relié à la situation des plus petites entreprises dans le tissu industriel, en particulier aux modalités spécifiques des relations interentreprises.



En définitive, de l'examen des divers ratios précédés, il ressort que :

- l'apparente contradiction dans les petites et moyennes entreprises allemandes entre, d'une part, la faiblesse de leurs fonds propres, d'autre part, l'intensité modérée de leur endettement, est imputable en partie à l'importance des provisions mais surtout à une vitesse de rotation des actifs rapide à l'origine de besoins de financement limités ;
- le faible endettement en France par rapport au chiffre d'affaires s'explique par une forte dotation en fonds propres, mais aussi par des besoins financiers relativement peu importants liés à une rotation des actifs élevés, ce qui peut s'expliquer par le moindre besoin en fonds de roulement et, éventuellement, par une relative faiblesse de l'accumulation sur la période étudiée ;
- la position généralement défavorable de l'Italie sur les divers indicateurs examinés, à l'exception du ratio « fonds propres/chiffre d'affaires » tient, pour une large part, à une plus lente rotation des actifs liée à d'importants besoins en fonds de roulement. En tout état de cause, le mode de financement en Italie repose largement sur les relations interentreprises ;
- le niveau très élevé du ratio « fonds propres/chiffre d'affaires » en Espagne est dû, tout à la fois à une importante dotation en fonds propres et à une plus lente rotation des actifs ; cette moindre rotation, plus particulièrement perceptible dans certains secteurs et pour certaines tailles, explique pourquoi sur le ratio « endettement/chiffre d'affaires » les firmes espagnoles sont en position moins avantageuse ; comme en Italie, le mode de financement repose aussi largement sur les relations interentreprises, en particulier dans les PME ;
- la situation apparemment moins favorable des entreprises autrichiennes de moins de 100 millions d'écus de chiffre d'affaires, en regard de leurs homologues allemandes, signalée par le ratio « endettement/chiffre d'affaires » plus élevé, coïncidant avec une dotation importante en fonds propres, ne tient pas à un moindre poids des provisions mais à la plus forte importance de leur actif par rapport au chiffre d'affaires.

## Premières conclusions et perspectives de recherche

L'objectif premier du groupe d'étude constitué entre l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la France, l'Italie et la DG II de la Commission européenne était de procéder à un constat objectif des structures de financement dans les différents pays concernés, sans pour autant porter un jugement normatif sur la hiérarchie observée. Pour ces travaux, le groupe a pu s'appuyer, contrairement à des recherches précédentes qui ne portaient, le plus souvent, que sur des populations restreintes (généralement des entreprises cotées), sur des échantillons suffisamment représentatifs du tissu industriel national. Ses conclusions sont fiables et robustes, d'autant qu'elles sont effectuées après un travail méthodologique comptable et statistique important.

Ce travail montre que les dotations en fonds propres d'un pays à l'autre apparaissent tout d'abord différentes, bien que dans chacune des économies le financement bancaire continue à jouer un rôle important malgré les évolutions récentes. Des écarts ressortent, qu'on examine la moyenne pondérée ou la médiane, mais la hiérarchie entre pays change selon l'indicateur central retenu. L'étude a alors montré qu'une analyse globale est insuffisante et doit être obligatoirement complétée par un examen de la taille de l'entreprise. Les différences de constat, selon que l'on observe les PME ou les grandes sociétés, sont, à cet égard, significatives. L'effet-taille est notamment propre à chaque pays. Il est, par exemple, fort en Allemagne, faible en Espagne et en Italie.

Les facteurs explicatifs des écarts d'un pays à l'autre sur les structures de financement des entreprises sont nombreux mais leurs effets ne sont, toutefois, ni aisément séparables, ni directement quantifiables. Ils déterminent, dans chaque pays, la stratégie financière suivie par les sociétés.

La réflexion sur le rôle précis de ces différents facteurs sera conduite de manière plus approfondie dans une étape ultérieure de la recherche. Néanmoins, un certain nombre d'axes d'analyse possibles et de questions méritent d'être posés.

— Les résultats obtenus ont démontré que les besoins de financement reflétés par la rotation des actifs ont un effet important sur la structure du capital, contrairement à ce que pouvaient laisser supposer les hypothèses théoriques sur les structures financières optimales.

— Les travaux effectués ont également confirmé qu'une étude sur les fonds propres ne peut être valablement réalisée si on ne tient pas compte des pratiques de financement de chaque pays ; l'importance des provisions en Autriche et en Allemagne ou des dettes à l'égard des groupes et associés dans les entreprises allemandes, espagnoles et françaises, en apporte la preuve. Le groupe approfondira l'examen de ces phénomènes de substitution dans ses travaux futurs. Il compte notamment procéder à une analyse poussée de l'influence du financement commercial. Ce dernier se traduit tout à la fois pour une société par l'apparition de ressources grâce aux délais de paiement obtenus des fournisseurs (délais qui sont souvent, d'ailleurs, élevés quand l'entreprise est en difficulté) mais aussi de besoins en raison de délais de règlement consentis aux clients. En fait, une bonne compréhension des modes de financement commerciaux et de ses conséquences sur les structures financières ne pourra être conduite qu'en calculant la différence entre le montant des créances commerciales et celui des dettes commerciales, solde qui constitue, avec les stocks, une des composantes des besoins en fonds de roulement.

— La sensibilité différente des entreprises au cycle conjoncturel et le décalage de cycle entre pays sont également susceptibles d'expliquer les écarts inter-pays constatés précédemment. Ainsi, la sous-capitalisation des entreprises italiennes peut être due à une sensibilité plus forte que dans les autres pays aux évolutions de la conjoncture. De même, la position relativement favorable des entreprises françaises quant à leur dotation en fonds propres au cours de la période analysée s'explique, au moins partiellement, par le redressement du taux de marge et de rentabilité observé en France de 1985 à 1989 et aux décisions d'investissement, désendettement et/ou capitalisation des résultats. Cette position est sans doute également liée aux diverses mesures prises par les pouvoirs publics comme par exemple celles concernant la modernisation des marchés financiers. Toutefois, la globalisation de ces marchés a comme conséquence que les écarts entre grandes et très grandes entreprises d'un pays à l'autre sont moins importants que ceux relevés entre leurs homologues de plus petites tailles.

— La fiscalité, par ailleurs, est généralement reconnue, tant par les théoriciens (cf. 1.) que par les analystes financiers, comme jouant un rôle important dans la structure du capital des entreprises. D'une manière générale, la déductibilité des intérêts des emprunts du résultat imposable, commune à tous les pays sous revue, favorise l'endettement financier. Les différences dans la dotation en fonds propres s'expliqueraient alors, au moins partiellement, par les écarts des taux d'imposition effectifs des entreprises. Elles pourraient trouver également leur origine dans le fait que dans certains pays les bénéfices théorisés sont assujettis à des taux d'impôt sur les sociétés plus élevés qu'en cas de distribution. À cela s'ajoute, dans quelques cas, un écart entre le taux marginal maximal sur le revenu des personnes physiques et le taux d'imposition sur les bénéfices non distribués des entreprises qui peut favoriser des arbitrages des actionnaires, selon leur situation personnelle, en faveur de la thérisation (nonobstant toutefois l'existence d'autres mesures : un avoir fiscal partiel ou total par exemple). Pour finir, le régime fiscal influence sans doute aussi la structure du capital au travers des modalités de calcul du résultat imposable (importance des dotations aux provisions et des amortissements déductibles de l'impôt). Dans certains cas, en effet, ces dotations aux provisions permettent de réduire ponctuellement la charge d'impôt, ce qui peut expliquer l'importance, différente d'un pays à l'autre, des provisions pour risques et charges.

— Les écarts de dotation en fonds propres dans les PME allemandes et autrichiennes par rapport à leurs homologues sont susceptibles de provenir également du rôle différent que joue le système bancaire dans un contexte institutionnel donné.

Traditionnellement, les économies des cinq pays participant à l'étude sont plus intermédiaires que celles des pays anglo-saxons, fortement orientées vers les marchés de capitaux. Malgré cette similitude, les relations banques/entreprises se sont développées de manière très distincte sur la base d'une histoire, de structures industrielles et de facteurs institutionnels différents<sup>1</sup>.

Ainsi, par exemple, dans le cas de l'Espagne, de la France et de l'Italie, les rapports banque/entreprise se basent traditionnellement sur la multi-bancarité. L'entreprise obtient les moyens de financement en mettant en concurrence les banques pour obtenir les conditions contractuelles les plus favorables en termes de taux d'intérêt, de services, de durée... La banque, de son côté, fractionne le risque par des engagements peu importants et diversifiés. Elle favorise la liquidité de son portefeuille de crédit en évitant une implication excessive et une concentration de celui-ci. Elle peut, en principe, recouvrir aisément ses fonds dans la mesure où l'entreprise pourra, en général, obtenir un autre crédit d'une autre banque. Cependant, ce modèle se traduit, sur le plan micro-économique, par une moindre connaissance réciproque entre banque et entreprise ne permettant pas de réduire les asymétries d'information, qui favorise le risque de comportements opportunistes.

En Allemagne et en Autriche, le rôle des banques dans le processus du financement des PME est caractérisé par la relation de « *Hausbank* » (banque maison ou banque principale). De ce fait, la plupart des petites et moyennes entreprises entretiennent des relations très étroites et stables avec un seul établissement de crédit (surtout la banque de la première heure), auquel elles confient la très grande majorité de leurs transactions financières tout au long de leur cycle de vie. Cette relation commerciale privilégiée établit donc, dans le cas de la *Hausbank*, une confiance et une coopération de long terme. La banque est plutôt considérée comme un partenaire. Elle possède, de ce fait, une information importante sur la situation de l'entreprise, sa stratégie, ses caractéristiques techniques et économiques, son environnement, qui vient compléter celle concernant l'évolution des comptes bancaires et du patrimoine. Le coût des asymétries d'information est donc réduit, notamment pour les banques. De ce fait, les PME ne sont pas discriminées dans les tarifs et l'accès au crédit et elles ne sont pas incitées à trouver d'autres moyens de financement, comme les fonds propres.

Ce système a cependant l'inconvénient d'accroître la dépendance des entreprises vis-à-vis des banques et crée une situation de quasi-monopole, renforcée par les entreprises elles-mêmes qui ne font pas jouer la concurrence.

— Les fondements de cette relation sont à rechercher, au moins en partie, dans les pratiques bancaires spécifiques de l'Allemagne et de l'Autriche ; celles-ci sont régies par un droit commercial protégeant les créanciers. Ce droit permet, notamment, la mobilisation de presque tous les actifs d'une entreprise pour garantir le crédit sans régularisations formelles (publication, enregistrement). Les garanties sont aussi respectées par la loi sur la faillite. En conséquence, la cession des actifs, surtout sous la forme d'une cession globale, est un moyen de garantie largement utilisé dans le système de financement allemand. Pour les PME, le découvert (sous forme de ligne permanente ou de crédit global d'exploitation) procure dès lors une grande flexibilité dans le financement à court terme. Pour les banques, le système est également efficace en raison de la rapidité de sa réalisation, de ses légères prescriptions formelles, de son faible coût et de la minimisation des risques. Ainsi, la réduction du risque de crédit consécutive aux actifs donnés en garantie aux banques réduit la nécessité pour une entreprise de détenir des fonds propres conséquents.

<sup>1</sup> Un tel constat invite d'ailleurs à approfondir l'analyse historique de l'organisation de l'activité économique et, en particulier, des relations banque/entreprise.

Par ailleurs, le droit allemand traditionnel relatif à la faillite et au règlement judiciaire exerce un rôle important pour l'accès des entreprises petites et moyennes au financement externe, dans la mesure où il protège les créanciers en cas de faillite. Ces derniers bénéficient d'un droit de revendication ou d'un droit au paiement privilégié. Selon les normes allemandes et autrichiennes, le droit d'exploitation des biens affectés en garantie incombe toujours au créancier.

La position des créanciers apparaît tout à fait différente dans les autres pays européens. Le cadre juridique qui régit la garantie des crédits est notamment plus complexe. Il existe essentiellement des formalités déclaratives (obligation d'inscription sur un registre spécial et de publicité) qui restreignent dans la pratique les possibilités d'utilisation de cette procédure. En outre, en cas de faillite, la priorité n'est pas donnée à la protection des droits des créanciers titulaires de sûretés, mais au sauvetage des entreprises pour des motifs de politique économique et d'emploi ; il en résulte un « gel » des droits des créanciers pour empêcher une destruction prémature de l'actif de la société défaillante.

En France, jusqu'à la promulgation de la loi de 1994, il n'existe pratiquement pas de possibilité pour les créanciers de récupérer des éléments du patrimoine cédés pendant la procédure de règlement judiciaire. Selon les estimations des experts, lors de ces procédures, les sûretés réelles n'avaient pratiquement plus de valeur, les créances des salaires, des crédits de la masse et des impôts échus pendant cette période, bénéficiant d'un rang préférentiel plus élevé que les créances garanties par des sûretés réelles.

Reste à noter que les pratiques bancaires de la sécurisation des crédits en Allemagne, provenant du système de la *Hausbank* et des techniques contractuelles de garantie du droit des affaires ont des limites. Hors les banques et les principaux fournisseurs, les autres créanciers qui ne sont pas protégés par des sûretés réelles mobilières sont ceux qui supporteront les coûts de banqueroute des débiteurs. Le risque est alors presque complètement transféré aux créanciers qui ne disposent pas de garanties.

En définitive, les conditions de capitalisation apparaissent tout à fait différentes en Espagne, en Italie, en France, d'une part, en Allemagne et en Autriche, d'autre part. Compte tenu des possibilités moins favorables de mobilisation des biens réels et des actifs financiers, la solvabilité des entreprises des trois premiers pays cités est tout d'abord déterminée par leur renommée et par les éléments du patrimoine figurant au bilan, notamment les fonds propres. C'est ainsi qu'en particulier les entreprises petites et moyennes sont contraintes de subir les mêmes conditions de concurrence que les grandes firmes quand elles veulent se financer sur les marchés monétaires et financiers pour renforcer leurs fonds propres.

— La législation, et notamment l'existence en Allemagne d'un droit de réserve de propriété, explique, par ailleurs, au moins partiellement, la plus grande vitesse de rotation des actifs dans les entreprises allemandes et donc des besoins financiers des entreprises plus faibles que dans les autres pays. Outre la simple réserve de propriété, qui est la garantie par excellence utilisée en matière de crédit-fournisseur, les praticiens ont aussi mis en œuvre des formes plus complexes et plus souples, sans les soumettre au respect de formalités particulières comme la publicité. Sont ainsi apparues, d'une part, une forme prolongée de la réserve de propriété qui garantit au créancier le droit de saisie sur le produit de transformation et la cession des créances résultant de la revente du bien livré et, d'autre part, la réserve élargie qui garantit le paiement d'un ensemble de créances, les biens livrés restant la propriété du fournisseur jusqu'au paiement de toutes les créances de l'acheteur. Ce contexte législatif et réglementaire particulier a pour effet de minimiser les retards de paiement lors des règlements commerciaux fournisseurs-clients. Il permet de comprendre, avec l'existence d'usances spécifiques et une pratique d'escompte en caisse développée, que les délais effectifs de paiement soient, en principe, nettement plus courts en Allemagne que dans les autres pays.

— Il convient cependant de noter que les différences dans l'environnement institutionnel et juridique, pour importantes qu'elles soient, sont insuffisantes pour bien comprendre l'ensemble des écarts d'un pays à l'autre sur les structures de financement. Elles n'expliquent pas, par exemple, pourquoi, malgré un contexte proche, les PMI italiennes sont moins capitalisées que les entreprises françaises.

Le rôle de l'ensemble des facteurs (sur lequel le groupe ne porte évidemment aucun jugement normatif) sera approfondi dans les prochaines recherches par la construction de variables pertinentes (dites *proxy*) susceptibles de les traduire et l'élaboration de modèles adaptés aux données d'entreprises. Le groupe envisage également, pour mieux comprendre les divers phénomènes analysés, d'élargir la période étudiée. Il est persuadé que ses travaux futurs confirmeront le rôle primordial que peuvent jouer les centrales de bilans pour une meilleure connaissance de l'économie réelle dans les différents pays et de sa sensibilité à l'environnement financier et monétaire.

## BIBLIOGRAPHIE

Akerlof G. : « The Market of Lemons : Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, août 1970.

Bandt de O. et Jacquinot P. : « Le mode de financement des entreprises », *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, 1991.

Banque fédérale d'Allemagne : « Évolution à long terme des structures de financement des entreprises ouest-allemandes », *Bulletin mensuel* n° 10, octobre 1992.

Banque fédérale d'Allemagne : « Dotations en fonds propres des entreprises : comparaisons dans quelques pays membres de la Communauté européenne », *Bulletin mensuel* n° 10, octobre 1994 (traduction Banque de France).

Berles A. et Means G. : *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, 1932.

Bloch L. et Laudy J. : « France, Allemagne et Belgique : des structures de bilans proches à la fin de la décennie quatre-vingt », *Économie et statistique*, p. 268-269, 1993.

Borio C. : « Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective », *Economic Papers* n° 27, Banque des règlements internationaux, mai 1990.

Cieply S. et Paranhos B. : « Comportement d'endettement des entreprises industrielles françaises sur la période 1990-1993 : apports et limites d'un effet-taille », *Observatoire des entreprises*, Banque de France, T96/02, 1996.

Cobbaut R. : *Théorie financière*, 3<sup>e</sup> édition, Economica 1994.

Cohen E. : *Analyse financière*, 3<sup>e</sup> édition, Economica 1994.

Galbraith J.K. : *The Industrial State*, Penguin Books, 1967.

Harris M. et Raviv A. : « The Theory of Capital Structure », *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n° 1, mars 1991.

Hyafil A. : « Structure financière : des théories distinctes, des choix qui convergent », *Revue française de gestion*, novembre-décembre 1985.

Jensen M.C. et Meckling W. : « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *The Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.

Kneeshaw J.T. : « A Survey of Non-Financial Sector Balance Sheets in Industrialised Countries », Banque des règlements internationaux, *Working Paper* n° 25, 1995.

Laudy J. et Szapiro D. : « Des entreprises industrielles plus endettées en France que dans les autres pays européens », *Économie et statistique* n° 217-218, 1989.

Leland H. et Pyle D. : « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, mai 1977.

Miller M.H. : « Debt and Taxes », *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, mai 1977.

Modigliani F. et Miller M.H. : « The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, mai 1958.

Myers S.C. et Majluf N.S. : « Corporate Financing and Investment, Decision When Firms Have Information that Investors do not Have », *The Journal of Financial Economics*, juillet 1984.

Paranque B. : « Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PME », *Revue d'Économie industrielle* n° 67, 1<sup>er</sup> trimestre 1994a.

Paranque B. : « Les PME sont-elles handicapées par leur dynamisme ? », *Bulletin de la Banque de France*, Supplément « Études », 2<sup>e</sup> trimestre 1994, juin 1994b.

Perridon L. et Steiner M. : *Finanzwirtschaft der Unternehmung* (Aide à la gestion financière des entreprises), p. 276, 7<sup>e</sup> édition, Munich, 1993.

Rajan R.G. et Zingales L. : « What do we Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *Working Paper, series n° 4875*, National Bureau of Economic Research, 1995.

Remonola E.M. : « Understanding International Differences in Leverage Trends », *Quarterly Review*, Banque fédérale de réserve de New York, printemps 1990.

Ross S. : « The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach », *Bell Journal of Economics*, printemps 1977.

Smith A. : *The Wealth of Nations*, Modern library, 1937.

Spence M. : « Competitive and Optimal Response to Signals: An Analysis of Efficiency and Distribution », *The Journal of Economic Theory*, VII, mars 1974.

Stiglitz J.E. et Weiss A. : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review* n° 71-3, p. 349-410.

Warner J.B. : « Bankruptcy, Absolute Priority and the Pricing of Risky Debt Claims », *The Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 1, mai 1977.

Williamson S.D. : « Costly Monitoring, Loan Contracts and Equilibrium Credit Rationing », *Quarterly Journal of Economics* n° 102, p. 135-146, 1986.

**ANNEXE**

## **PRÉSENTATION DES ÉCHANTILLONS**

Les échantillons utilisés rassemblent des sociétés présentes de 1991 à 1993, relevant du secteur de l'industrie manufacturière (industries agro-alimentaires incluses).

<b>ALLEMAGNE</b>									
Année	Taille en chiffre d'affaires (en millions d'écus)	Biens de consommation courante		Biens intermédiaires		Biens d'équipement		Industrie	
		Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA
1991	< 5 .....	1 883	0,82	579	0,25	2 544	1,12	5 006	2,18
	≥ 5 < 20 .....	1 236	2,37	452	0,93	1 783	3,43	3 471	6,73
	≥ 20 < 50 .....	480	2,87	218	1,32	644	3,78	1 342	7,97
	≥ 50 < 100 .....	177	2,42	120	1,59	285	3,65	582	7,65
	≥ 100 .....	164	9,25	191	22,19	296	44,02	651	75,46
	Toutes tailles .....	3 940	17,73	1 560	26,28	5 552	55,99	11 052	100,00
1992	< 5 .....	1 840	0,79	546	0,23	2 469	1,06	4 855	2,07
	≥ 5 < 20 .....	1 225	2,26	463	0,91	1 788	3,34	3 476	6,51
	≥ 20 < 50 .....	480	2,76	208	1,22	641	3,66	1 329	7,64
	≥ 50 < 100 .....	179	2,30	115	1,44	283	3,59	577	7,33
	≥ 100 .....	170	9,80	198	20,79	309	45,87	677	76,45
	Toutes tailles .....	3 894	17,90	1 530	24,58	5 490	57,51	10 914	100,00
1993	< 5 .....	1 370	0,66	414	0,20	1 804	0,86	3 588	1,72
	≥ 5 < 20 .....	1 054	2,17	391	0,84	1 458	2,99	2 903	6,01
	≥ 20 < 50 .....	421	2,62	188	1,20	550	3,45	1 159	7,27
	≥ 50 < 100 .....	173	2,42	111	1,54	238	3,34	522	7,31
	≥ 100 .....	162	10,34	182	21,11	283	46,24	627	77,69
	Toutes tailles .....	3 180	18,22	1 286	24,89	4 333	56,89	8 799	100,00
Structure nationale en entreprises selon les statistiques de l'impôt sur le chiffre d'affaires 1990 (en pourcentage).....		29,0		17,8		53,2		100,0	
Structure de l'échantillon en entreprises en 1991 (en pourcentage)...		35,7		14,1		50,2		100,0	
<b>Part de l'échantillon dans le PIB marchand en 1992 (en pourcentage)...</b>		nd		nd		nd		<b>49,9</b>	

nd : non disponible

ÉTUDES

Fonds propres des entreprises industrielles en Europe sur la période 1991-1993

<b>AUTRICHE</b>									
Année	Taille en chiffre d'affaires (en millions d'écus)	Biens de consommation courante		Biens intermédiaires		Biens d'équipement		Industrie	
		Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA
1991	< 5.....	51	0,30	26	0,18	46	0,34	123	0,82
	≥ 5 < 20 .....	154	3,78	85	2,03	131	3,18	370	8,99
	≥ 20 < 50 .....	97	6,27	57	3,93	96	6,29	250	16,49
	≥ 50 < 100 .....	35	5,08	30	4,62	43	6,47	108	16,17
	≥ 100.....	31	12,43	26	24,99	31	20,10	88	57,52
	Toutes tailles.....	368	27,86	224	35,74	347	36,39	939	100,00
1992	< 5.....	50	0,31	19	0,14	34	0,21	103	0,67
	≥ 5 < 20 .....	144	3,41	86	2,02	152	3,49	382	8,92
	≥ 20 < 50 .....	99	6,19	65	4,33	103	6,61	267	17,13
	≥ 50 < 100 .....	39	5,55	34	4,96	40	5,84	113	16,35
	≥ 100.....	30	12,08	28	26,31	29	18,55	87	56,93
	Toutes tailles.....	362	27,54	232	37,76	358	34,70	952	100,00
1993	< 5.....	33	0,22	19	0,12	35	0,23	87	0,57
	≥ 5 < 20 .....	147	3,46	96	2,29	156	3,64	399	9,40
	≥ 20 < 50 .....	102	6,37	55	3,76	100	6,46	257	16,59
	≥ 50 < 100 .....	40	5,64	33	4,86	44	6,37	117	16,87
	≥ 100.....	30	13,69	29	25,84	33	17,04	92	56,57
	Toutes tailles.....	352	29,38	232	36,88	368	33,74	952	100,00
<b>Part de l'échantillon dans le chiffre d'affaires total de l'industrie manufacturière en 1993 (en pourcentage).....</b>		nd		nd		nd		<b>50,1</b>	
nd : non disponible									

<b>ESPAGNE</b>									
Année	Taille en chiffre d'affaires (en millions d'écus)	Biens de consommation courante		Biens intermédiaires		Biens d'équipement		Industrie	
		Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA
1991	< 5.....	861	1,89	269	0,89	399	0,63	1 529	3,41
	≥ 5 < 20 .....	439	4,90	201	2,72	239	2,29	879	9,91
	≥ 20 < 50 .....	138	4,71	87	3,24	96	3,08	321	11,03
	≥ 50 < 100 .....	64	4,81	61	3,56	46	4,72	171	13,09
	≥ 100.....	50	15,34	55	32,11	46	15,10	151	62,25
	Toutes tailles.....	1 552	31,65	673	42,53	826	25,83	3 051	100,00
1992	< 5.....	880	1,99	288	0,96	426	0,67	1 594	3,62
	≥ 5 < 20 .....	403	4,71	188	2,58	208	2,22	799	9,50
	≥ 20 < 50 .....	135	4,86	88	3,37	92	3,28	315	11,50
	≥ 50 < 100 .....	59	4,89	54	2,98	36	4,46	149	12,33
	≥ 100.....	49	16,38	50	33,55	45	13,11	144	63,04
	Toutes tailles.....	1 526	32,84	668	43,44	807	23,72	3 001	100,00
1993	< 5.....	822	2,10	250	1,00	386	0,68	1 458	3,78
	≥ 5 < 20 .....	383	5,02	179	2,25	172	2,45	734	9,73
	≥ 20 < 50 .....	109	4,61	81	3,06	78	3,41	268	11,08
	≥ 50 < 100 .....	50	4,45	40	2,44	26	3,69	116	10,58
	≥ 100.....	45	17,07	44	33,38	40	14,39	129	64,83
	Toutes tailles.....	1 409	33,24	594	42,13	702	24,63	2 705	100,00
Structure nationale INE 1995 en entreprises (en pourcentage).....		60,11		11,17		28,72		100,00	
Structure de l'échantillon 1993 en entreprises (en pourcentage).....		52,09		21,96		25,95		100,00	
<b>Part de l'échantillon dans le PIB en 1991 (en pourcentage).....</b>		<b>25,60</b>		<b>44,20</b>		<b>49,10</b>		<b>35,10</b>	

ÉTUDES

Fonds propres des entreprises industrielles en Europe sur la période 1991-1993

Etudes

<b>FRANCE</b>									
Année	Taille en chiffre d'affaires (en millions d'écus)	Biens de consommation courante		Biens intermédiaires		Biens d'équipement		Industrie	
		Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA
1991	< 5 .....	2 921	2,14	2 134	1,59	1 460	1,12	6 515	4,85
	≥ 5 < 20 .....	1 760	5,60	1 166	3,71	892	2,83	3 818	12,14
	≥ 20 < 50 .....	515	4,94	321	3,20	299	3,02	1 132	11,18
	≥ 50 < 100 .....	239	5,43	121	2,67	107	2,38	467	10,48
	≥ 100 .....	204	18,69	122	12,30	143	30,36	469	61,34
	Toutes tailles.....	5 636	36,83	3 864	23,46	2 901	39,70	12 401	100,00
1992	< 5 .....	3 001	2,10	2 212	1,56	1 526	1,10	6 739	4,77
	≥ 5 < 20 .....	1 763	5,33	1 146	3,42	905	2,75	3 814	11,50
	≥ 20 < 50 .....	536	4,97	358	3,40	285	2,77	1 179	11,14
	≥ 50 < 100 .....	231	5,02	123	2,59	126	2,71	480	10,31
	≥ 100 .....	214	17,74	140	15,13	144	29,40	498	62,28
	Toutes tailles.....	5 745	35,16	3 979	26,11	2 986	38,73	12 710	100,00
1993	< 5 .....	2 819	2,04	2 151	1,58	1 429	1,07	6 399	4,69
	≥ 5 < 20 .....	1 672	5,21	1 076	3,30	768	2,41	3 516	10,92
	≥ 20 < 50 .....	500	4,85	346	3,38	278	2,77	1 124	11,00
	≥ 50 < 100 .....	209	4,71	115	2,48	110	2,40	434	9,59
	≥ 100 .....	206	18,92	128	13,98	137	30,90	471	63,80
	Toutes tailles.....	5 406	35,73	3 816	24,72	2 722	39,55	11 944	100,00
Structure nationale INSEE 1991 en entreprises (en pourcentage).....		48,7		27,8		23,5		100,0	
Structure de l'échantillon français 1991 en entreprises (en pourcentage).....		45,5		31,2		23,4		100,0	
<b>Part de l'échantillon dans la valeur ajoutée brute de l'industrie manufacturière en 1992</b> (en pourcentage).....		<b>45,4</b>		<b>51,3</b>		<b>56,9</b>		<b>50,9</b>	
<b>ITALIE</b>									
Année	Taille en chiffre d'affaires (en millions d'écus)	Biens de consommation courante		Biens intermédiaires		Biens d'équipement		Industrie	
		Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA	Nombre d'entreprises	% CA
1991	< 5 .....	3 726	2,39	2 064	1,85	3 274	2,12	9 066	6,86
	≥ 5 < 20 .....	3 355	8,55	1 651	4,08	2 776	7,00	7 782	19,63
	≥ 20 < 50 .....	860	6,73	419	3,31	700	5,43	1 879	15,47
	≥ 50 < 100 .....	275	4,95	174	3,01	175	3,19	624	11,16
	≥ 100 .....	203	13,19	122	13,57	177	21,12	502	47,89
	Toutes tailles.....	8 421	35,81	4 430	25,32	7 102	38,87	19 853	100,00
1992	< 5 .....	3 474	2,42	1 923	1,38	3 140	2,16	8 537	5,96
	≥ 5 < 20 .....	3 365	8,89	1 675	4,30	2 753	7,10	7 798	20,29
	≥ 20 < 50 .....	887	7,11	421	3,51	723	5,73	2 031	16,36
	≥ 50 < 100 .....	295	6,48	164	2,93	169	3,19	628	11,59
	≥ 100 .....	203	13,91	130	12,73	173	19,17	506	45,81
	Toutes tailles.....	8 224	37,80	4 313	24,84	6 958	37,35	19 485	100,00
1993	< 5 .....	3 681	2,90	1 957	1,58	3 252	2,69	8 790	7,08
	≥ 5 < 20 .....	3 064	9,62	1 445	4,42	2 289	7,17	8 798	21,22
	≥ 20 < 50 .....	783	7,65	351	3,49	555	5,31	1 889	16,45
	≥ 50 < 100 .....	248	5,38	140	3,05	152	8,41	638	11,84
	≥ 100 .....	171	13,27	112	12,53	133	17,81	416	43,41
	Toutes tailles.....	7 845	38,82	4 005	25,08	6 381	36,09	16 231	100,00
Structure nationale ISTAT 1991 en entreprises (en pourcentage).....		51,1		14,6		34,3		100,0	
Structure de l'échantillon italien 1991 en entreprises (en pourcentage).....		42,2		22,2		36,6		100,0	
Structure nationale ISTAT 1992 en valeur ajoutée (en pourcentage).....		39,3		24,1		38,6		100,0	
Structure de l'échantillon italien 1992 en valeur ajoutée (en pourcentage).....		34,9		23,7		41,3		100,0	
<b>Part de l'échantillon dans la valeur ajoutée brute de l'industrie en 1992 (a) (en pourcentage).....</b>		<b>48,8</b>		<b>53,8</b>		<b>61,8</b>		<b>54,7</b>	
(a) Valeur ajoutée coût des facteurs (prix courants)									

Le taux de couverture ressort à plus de 50 % soit du chiffre d'affaires (Autriche), soit de la valeur ajoutée brute (Italie, France), soit du PIB marchand (Allemagne), sauf en Espagne pour lequel il est de 33,5 %. Hormis l'Autriche pour laquelle on ne possède pas d'élément de comparaison de structure de l'échantillon, on relève :

- en France, une sur-représentation des entreprises de biens intermédiaires (31,2 % de l'ensemble de l'échantillon, contre 27,8 % pour l'exhaustif) et une sous-représentation des sociétés de biens de consommation courante (45,5 %, contre 48,7 %) ;
- en Allemagne, une plus faible proportion des firmes de biens intermédiaires et de biens d'équipement (respectivement 14,1 %, contre 17,8 % par rapport à la population totale, et 50,2 %, contre 53,2 %) et une plus forte représentation des entreprises de biens de consommation courante (35,7 %, contre 29,0 %) ;
- en Italie, une sous-représentation des entreprises de biens de consommation courante (comme en France), mais une plus grande proportion de sociétés de biens d'équipement et de firmes de biens intermédiaires (respectivement 42,2 %, contre 51,1 %, et 36,6 %, contre 34,3 %) ;
- en Espagne, une sur-représentation des sociétés des biens intermédiaires (22,0 %, contre 11,2 %) et une sous-représentation de celles des biens d'équipement (26,0 %, contre 28,7 %) et des firmes de biens de consommation courante (52,1 %, contre 60,1 %).

Au total, il existe, malgré les quelques biais précités, une cohérence entre chaque échantillon et la structure du système productif national correspondant.

A

N

A

L

Y

S

E

S

# LES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE LA FRANCE AVEC L'ÉTRANGER EN 1996<sup>1</sup>

Les investissements directs tiennent une place croissante dans les stratégies d'internationalisation des firmes et constituent, avec les échanges internationaux de biens et services, l'une des composantes majeures de l'intégration de l'économie mondiale. Les statistiques d'investissements directs recensées en balance des paiements permettent de mieux appréhender ce phénomène en quantifiant le développement des implantations françaises à l'étranger et étrangères en France.

Selon des données encore provisoires<sup>2</sup>, le solde net des investissements directs inscrit en balance des paiements, après avoir atteint un excédent de 39,6 milliards de francs en 1995, devient débiteur de 40,3 milliards en 1996, suite à des investissements français à l'étranger plus importants que ceux en provenance de l'étranger. Les flux d'investissements directs français à l'étranger progressent de 84,2 % (144,8 milliards de francs, après 78,6 milliards en 1995), alors que les investissements directs étrangers en France diminuent de 11,6 % (104,5 milliards de francs, contre 118,2 milliards l'année précédente). La France se situe, en 1996, au troisième rang des pays investisseurs de l'OCDE et à la troisième place des pays d'accueil des investissements directs au sein de cette même zone.

---

SYLVIE BÉNECH-CALVET  
*Direction de la Balance des paiements*  
*Service des Investissements et des Placements extérieurs (SIPEX)*

<sup>1</sup> Les résultats définitifs sur les flux d'investissements directs entre la France et l'étranger, ainsi que les comparaisons internationales, seront diffusés en juillet 1997 dans le *Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 1996* publié sous le double timbre du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque de France.

<sup>2</sup> Les flux sur les prêts à court terme et opérations de trésorerie entre affiliés ainsi que les statistiques de bénéfices réinvestis sont, pour la première fois en 1996, inclus dans les flux d'investissements directs, avec une rétroposition sur les années antérieures.

## 1. La France, exportateur net de capitaux d'investissements directs

### 1.1. Évolution globale

À l'exception de l'année 1995, où le solde net des investissements entre la France et l'étranger a été positif (+ 39,6 milliards de francs), la France se positionne comme un exportateur net de capitaux d'investissements directs vers le reste du monde, les flux d'investissements français à l'étranger — ou « flux sortants » — ayant été constamment supérieurs aux flux d'investissements directs étrangers en France — ou « flux entrants » — depuis 1988.

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE LA FRANCE AVEC L'ÉTRANGER de 1988 à 1996 (a) (b)									
	(en milliards de francs)								
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (a)
<b>Flux d'investissements directs français à l'étranger .....</b>	<b>- 99,2</b>	<b>- 132,1</b>	<b>- 197,3</b>	<b>- 141,8</b>	<b>- 161,0</b>	<b>- 111,8</b>	<b>- 135,3</b>	<b>- 78,6</b>	<b>- 144,8</b>
Capital social.....	- 61,8	- 100,9	- 131,1	- 104,6	- 89,4	- 58,2	- 55,5	- 40,0	- 66,8
Bénéfices réinvestis .....	- 12,2	- 7,9	- 6,2	- 6,6	4,8	5,8	- 8,1	15,3	- 7,0
Autres opérations .....	- 25,2	- 23,3	- 60,0	- 30,6	- 76,4	- 59,4	- 71,7	- 53,9	- 71,0
<i>Long terme</i> .....	- 14,7	- 14,9	- 16,3	- 11,8	- 12,3	- 11,6	- 5,9	- 13,9	- 15,6
<i>Court terme</i> .....	- 10,5	- 8,4	- 43,7	- 18,8	- 64,1	- 47,8	- 65,8	- 40,0	- 55,4
<b>Flux d'investissements directs français en pourcentage du PIB .....</b>	<b>1,73</b>	<b>2,14</b>	<b>3,03</b>	<b>2,09</b>	<b>2,30</b>	<b>1,58</b>	<b>1,83</b>	<b>1,02</b>	<b>1,83</b>
<b>Flux d'investissements directs étrangers en France .....</b>	<b>50,8</b>	<b>83,3</b>	<b>85,0</b>	<b>85,6</b>	<b>94,5</b>	<b>93,1</b>	<b>86,5</b>	<b>118,2</b>	<b>104,5</b>
Capital social.....	40,1	53,5	38,0	55,4	75,4	65,1	51,0	59,1	45,4
Bénéfices réinvestis .....	nd	18,6	14,1	1,0	- 21,7	- 25,1	- 4,6	- 3,6	- 5,4
Autres opérations .....	10,7	11,2	32,9	29,2	40,8	53,1	40,1	62,7	64,5
<i>Long terme</i> .....	2,8	7,4	11,2	7,1	8,9	3,7	7,1	11,2	3,3
<i>Court terme</i> .....	7,9	3,8	21,7	22,1	31,9	49,4	33,0	51,5	61,2
<b>Flux d'investissements directs étrangers en pourcentage du PIB .....</b>	<b>0,89</b>	<b>1,35</b>	<b>1,31</b>	<b>1,26</b>	<b>1,35</b>	<b>1,32</b>	<b>1,17</b>	<b>1,54</b>	<b>1,32</b>
<b>Solde net des investissement directs ...</b>	<b>- 48,4</b>	<b>- 48,8</b>	<b>- 112,3</b>	<b>- 56,2</b>	<b>- 66,5</b>	<b>- 18,7</b>	<b>- 48,8</b>	<b>39,6</b>	<b>- 40,3</b>

(a) Chiffres provisoires pour 1996  
(b) Tous les chiffres sont en méthodologie « 1996 ». Ils comprennent les prêts à court terme entre affiliés (qui étaient inclus jusqu'en 1995 dans les « Autres investissements ») et les bénéfices réinvestis (qui n'étaient pas intégrés auparavant dans la balance des paiements).

Signe négatif : Investissements nets des entreprises résidentes à l'étranger ou désinvestissements nets des non-résidents en France  
Sans signe : Investissements nets des entreprises non résidentes en France ou désinvestissements nets français à l'étranger

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

Dynamisés par la mise en place du marché unique européen et la libéralisation des mouvements de capitaux, les *investissements directs français à l'étranger* ont connu un développement sans précédent entre 1985 et 1990, année où ils ont culminé à 197,3 milliards de francs. Depuis lors, ils se sont repliés jusqu'à 78,6 milliards de francs en 1995, pour se redresser (144,8 milliards, soit + 84,2 %) en 1996 (cf. 2. *infra*).

Quant aux *investissements directs étrangers en France*, qui représentaient moins de 20 milliards de francs en 1985, ils se sont également rapidement accrus sous l'effet conjugué de la construction du Marché unique et de la politique d'ouverture progressive de la France aux capitaux étrangers avec, notamment, l'assouplissement des procédures d'autorisation et de déclaration préalable auprès du ministère de l'Économie et des Finances. Cette procédure a, d'ailleurs, été presqu'entièrement levée au début de l'année 1996<sup>1</sup>, de sorte que seuls les investissements dans des activités réputées sensibles, telles que celles liées à la sécurité publique et à la santé publique, restent soumis au régime d'autorisation préalable.

Ainsi, après avoir augmenté substantiellement entre 1988 et 1989 (83,3 milliards de francs, après 50,8 milliards en 1988), les flux annuels d'investissements directs étrangers en France se sont stabilisés aux environs de 90 milliards de 1989 à 1994. L'année 1995 enregistre une nette reprise des implantations nettes étrangères en France, rompt, ainsi, avec cette période de stabilité (+ 36,6 % par rapport à 1994), tandis que l'année 1996 se caractérise par un léger fléchissement (- 11,6 %) par rapport à 1995 (cf. 3. *infra*).

### **1.2. L'intégration des bénéfices réinvestis en balance des paiements**

L'intégration des bénéfices réinvestis en balance des paiements a eu, certaines années, des conséquences significatives sur l'évolution des flux d'investissements directs. Ainsi, depuis 1991 (mais à l'exception de l'année 1995), le solde des bénéfices réinvestis a provoqué un accroissement des sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs entre la France et l'étranger.

Depuis 1989, les *investisseurs français* ont généralement laissé une partie des résultats nets<sup>2</sup> engrangés par leurs filiales étrangères à la disposition de celles-ci. Ceci a contribué à accroître, pour des montants généralement modestes, les investissements français à l'étranger, sauf en 1992, 1993 et 1995, où l'évolution inverse est intervenue, avec des bénéfices réinvestis positifs et, donc, des prélèvements sur les fonds propres des filiales étrangères.

En revanche, depuis 1992, les *investisseurs étrangers* ont effectué des prélèvements sur les fonds propres de leurs filiales résidentes. Ce mouvement correspond à des bénéfices réinvestis négatifs qui contribuent à la réduction des flux d'investissements directs étrangers en France.

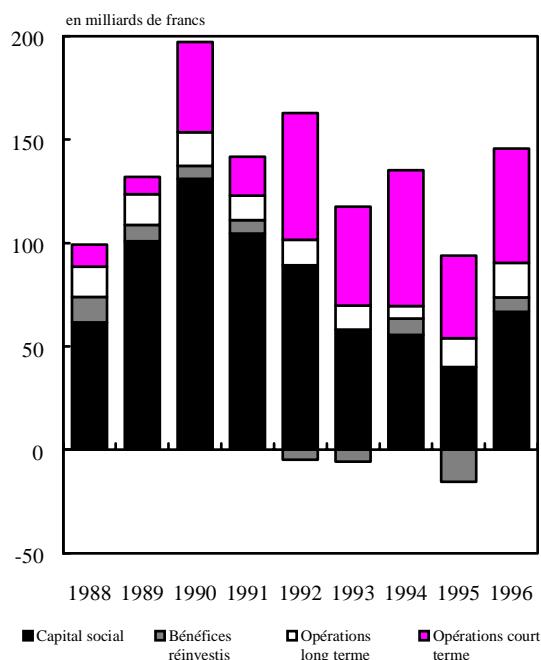
### **1.3. Le développement des flux à court terme entre affiliés**

Autre point caractéristique des flux actuels d'investissements directs, les opérations à court terme entre affiliés, pratiquement inexistantes à la fin des années quatre-vingt (4 milliards de francs en moyenne par an entre 1985 et 1989), se sont fortement développées à partir de 1990, tant dans le sens français à l'étranger (48 milliards en moyenne par an de sorties nettes entre 1990 et 1996), que dans le sens étranger en France (39 milliards en moyenne d'entrées nettes sur la même période). Les deux histogrammes qui suivent retracent cette évolution.

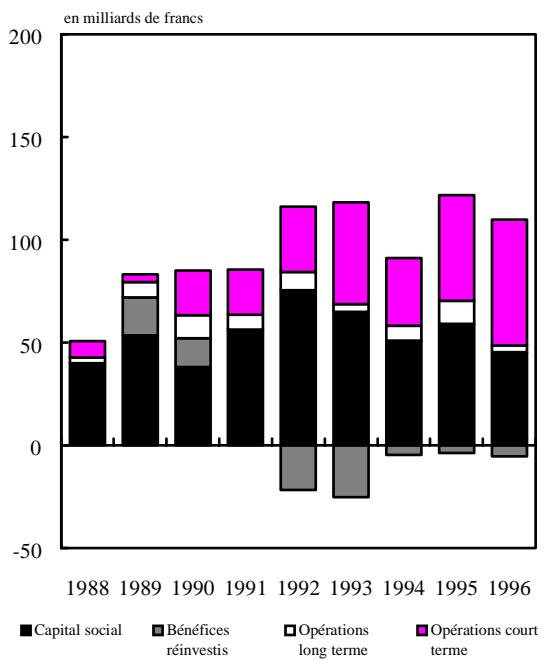
<sup>1</sup> Décret n° 96-117 du 14 février 1996 paru au *Journal officiel* du 15 février

<sup>2</sup> Les résultats nets représentent l'agrégation des profits et des pertes réalisés par l'ensemble des filiales « investies ».

### FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE LA FRANCE À L'ÉTRANGER



### FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DE L'ÉTRANGER EN FRANCE



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

La progression des flux intra-groupe à court terme procède de divers facteurs :

- tout d'abord, l'internationalisation des entreprises et le développement sans précédent, dès la fin des années quatre-vingt, des opérations de fusion/acquisition et d'implantation à l'étranger d'unités de production. Tout en stimulant les échanges commerciaux de biens et services, l'acquisition ou la création de filiales à l'étranger, s'accompagne généralement de mouvements financiers avec la maison-mère ;
- ensuite, la délocalisation des quartiers généraux de *holdings* dans des pays offrant des fiscalités avantageuses comme les Pays-Bas, la Belgique ou le Luxembourg. Dans de nombreuses structures de multinationales, les *holdings* financières délocalisées détiennent des participations majoritaires dans des entreprises du groupe, afin que les profits réalisés par les filiales et rapatriés par la *holding* puissent bénéficier de taux d'imposition privilégiés ;
- enfin, la centralisation de la trésorerie du groupe par des entités financières spécialisées chargées de canaliser les flux de trésorerie des filiales et de procéder à leur compensation pour le compte de la maison-mère qui comblera les déficits ou encaissera les excédents de trésorerie. En fonction des choix stratégiques de l'entreprise, les excédents seront réinvestis, prêtés aux filiales ou placés auprès du secteur bancaire.

## 2. Investissements directs nets français à l'étranger en 1996 : forte reprise

### 2.1. Vue d'ensemble

Contrairement à l'année 1995, qui a été marquée par un net recul des investissements français à l'étranger (78,6 milliards de francs, après 135,3 milliards en 1994), l'année 1996 se caractérise, avec 144,8 milliards, par une reprise vigoureuse des implantations nettes françaises à l'étranger. Ce mouvement a concerné tout aussi bien les opérations d'apport en fonds propres (+ 67,0 % d'une année à l'autre), que les autres opérations (+ 31,6 %) et les bénéfices réinvestis à l'étranger (des sorties de 7 milliards de francs, après des entrées de 15,3 milliards en 1995).

<b>FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER DU SECTEUR BANCAIRE ET DES AUTRES SECTEURS</b>						
	Année 1995 (a)	1 <sup>er</sup> trim. 1996 (b)	2 <sup>e</sup> trim. 1996 (b)	3 <sup>e</sup> trim. 1996 (c)	4 <sup>e</sup> trim. 1996 (c)	(en millions de francs)
<b>Capital social (et investissements immobiliers).....</b>	<b>- 40 004</b>	<b>- 16 753</b>	<b>- 16 146</b>	<b>- 10 692</b>	<b>- 23 205</b>	<b>- 66 796</b>
Secteur bancaire (capital social).....	- 8 455	- 254	- 1 241	- 1 773	- 1 143	- 4 411
<i>Constitutions</i> .....	- 10 723	- 1 791	- 1 409	- 1 997	- 1 940	- 7 137
<i>Liquidations</i> .....	2 268	1 537	168	224	797	2 726
Autres secteurs (capital social).....	- 30 461	- 16 292	- 14 699	- 8 599	- 21 486	- 61 076
<i>Constitutions</i> .....	- 63 145	- 20 207	- 21 862	- 14 317	- 33 381	- 89 767
<i>Liquidations</i> .....	32 684	3 915	7 163	5 718	11 895	28 691
Investissements immobiliers.....	- 1 088	- 207	- 206	- 320	- 576	- 1 309
<i>Constitutions</i> .....	- 2 433	- 526	- 584	- 730	- 980	- 2 820
<i>Liquidations</i> .....	1 345	319	378	410	404	1 511
<b>Bénéfices réinvestis .....</b>	<b>15 268</b>	<b>- 6 080</b>	<b>2 475</b>	<b>- 1 491</b>	<b>- 1 902</b>	<b>- 6 998</b>
<b>Autres opérations (autres secteurs).....</b>	<b>- 53 909</b>	<b>- 16 889</b>	<b>- 24 360</b>	<b>- 10 625</b>	<b>- 19 094</b>	<b>- 70 968</b>
Prêts à long terme (plus d'1 an d'échéance).....	- 13 952	- 3 352	- 4 422	- 2 893	- 4 911	- 15 578
<i>Octrois</i> .....	- 27 007	- 5 391	- 8 215	- 4 927	- 8 083	- 26 616
<i>Remboursements</i> .....	13 055	2 039	3 793	2 034	3 172	11 038
Prêts à court terme (moins d'un an d'échéance) et flux de trésorerie.....	- 39 957	- 13 537	- 19 938	- 7 732	- 14 183	- 55 390
<i>Octrois</i> .....	- 240 027	- 71 825	- 87 546	- 100 882	- 153 005	- 413 258
<i>Remboursements</i> .....	200 070	58 288	67 608	93 150	138 822	357 868
<b>TOTAL.....</b>	<b>- 78 645</b>	<b>- 39 722</b>	<b>- 38 031</b>	<b>- 22 808</b>	<b>- 44 201</b>	<b>- 144 762</b>
(a) Chiffres définitifs						
(b) Chiffres semi-définitifs						
(c) Chiffres provisoires						
Source et réalisation : Banque de France						Mise à jour le 24 mars 1997
DIRECTION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS – SIPEX – TÉL. : 01 42 92 34 25						

### 2.1.1. Capital social

Le montant global des apports en fonds propres s'établit à 66,8 milliards de francs en 1996, contre 40 milliards en 1995. L'accroissement des prises de participation à l'étranger des *entreprises non bancaires* (89,8 milliards de francs, après 63,1 milliards en 1995) conjuguée avec une légère diminution de leurs opérations de liquidations (28,7 milliards de francs, au lieu de 32,7 milliards) explique ce rythme soutenu. Les entreprises françaises, après avoir ralenti leurs nouvelles implantations à l'étranger en 1995 et, pour certaines d'entre elles, cédé des actifs pour des raisons qui peuvent tenir à des politiques de recentrage industriel ou de désendettement, se sont montrées beaucoup plus offensives en 1996. D'importantes opérations ont été, en effet, conclues par de grands groupes français appartenant aux secteurs de la *récupération, réparation, commerce, des produits chimiques, des autres services marchands et de l'énergie*. Parmi les principaux facteurs qui semblent être à l'origine de ces investissements figurent l'accession aux marchés étrangers par l'acquisition de sociétés disposant déjà de larges réseaux de distribution dans le pays d'accueil et la volonté de regagner à l'international d'éventuelles pertes de parts de marché sur le marché intérieur, en raison de l'ouverture à la concurrence des secteurs encore protégés tels que l'électricité et les télécommunications.

À l'inverse, le *secteur bancaire* réduit de près de moitié ses investissements à l'étranger (4,4 milliards de francs, après 8,5 milliards en 1995). Cette évolution provient essentiellement d'un ralentissement des nouvelles opérations d'investissement (7,1 milliards de francs, au lieu de 10,7 milliards l'année précédente, soit une diminution de 33,4 %). Les désinvestissements progressent faiblement (2,7 milliards de francs, contre 2,3 milliards en 1995).

S'agissant du nombre d'opérations d'investissement réalisées par les entreprises résidentes, secteur bancaire et autres secteurs confondus, il augmente légèrement (9 436 opérations en 1996, après 9 289 en 1995). En revanche, le nombre d'opérations d'apport en fonds propres supérieures à 1 milliard de francs s'accroît nettement (18 opérations en 1996, contre 6 en 1995)<sup>1</sup>.

### 2.1.2. Bénéfices réinvestis

Les flux de bénéfices réinvestis, après s'être traduits par d'importants désinvestissements nets en 1995 (15,3 milliards de francs), à la suite de pertes enregistrées par les filiales néerlandaises d'un groupe industriel français, devraient se redresser en 1996. En effet, selon les estimations de la Banque de France, les résultats nets des filiales non résidentes diminués des dividendes rapatriés par les maisons-mères résidentes pourraient être à l'origine de 7 milliards de francs de bénéfices réinvestis et, donc, d'un accroissement à due concurrence des investissements directs à l'étranger.

### 2.1.3. Autres opérations

Les prêts à long terme des entreprises résidentes à leurs affiliés non résidents restent relativement stables d'une année à l'autre (15,6 milliards de francs, après 14 milliards en 1995).

Le solde net des prêts à court terme et flux de trésorerie entre affiliés connaît une forte progression (55,4 milliards de francs, contre 40 milliards en 1995) liée à l'augmentation du volume des nouveaux prêts et des remboursements. Les mises en place de prêts à court terme et dépôts auprès des non-résidents affiliés se sont, en effet, élevées à 413,3 milliards de francs en 1996, contre 240 milliards l'année précédente, de même que les remboursements, qui ont atteint 357,9 milliards de francs, après 200,1 milliards en 1995. Cette évolution est le signe d'un développement sans précédent des transactions financières intra-groupe.

<sup>1</sup> Cf. annexe 3

## 2.2. Répartition par pays ou zone géographique<sup>1</sup> (hors bénéfices réinvestis)

On rappellera que la répartition géographique des flux d'investissements directs français à l'étranger est effectuée en fonction du pays « immédiat » de destination des flux.

Les États-Unis demeurent à la première place des pays bénéficiaires d'investissements français (23,4 milliards de francs, après 21,9 milliards en 1995), mais leur part dans le total des flux se contracte, pour s'établir à 17,0 %, contre 23,3 % en 1995. Cependant, une analyse plus fine des opérations montre que les États-Unis attirent toujours les groupes français, puisque l'un d'eux y a réalisé la plus importante acquisition française de l'année.

Arrivent, ensuite, cinq pays européens « investis » par les entreprises résidentes, en tête desquels se situe l'Allemagne (14,3 milliards de francs, contre 10 milliards l'année précédente). Elle est suivie par les Pays-Bas (9,1 % du montant total des flux), la Belgique (8,9 %), l'Italie (8,3 %) et le Royaume-Uni (4,3 %).

La position prépondérante de la Belgique et des Pays-Bas s'explique en partie par la présence de centres de coordination et de quartiers généraux de *holdings* qui drainent d'importants flux financiers pour le compte des groupes auxquels ils appartiennent.

Si l'Union européenne reste la destination favorite des investisseurs résidents, elle ne représente plus en 1996 que 50,1 % du total des flux d'investissements français à l'étranger, contre 62,7 % en 1995 (cf. annexe 4). Ce mouvement est le signe d'une plus large diversification dans le choix des pays d'implantation, notamment vers l'Asie et l'Amérique latine. On notera également que l'Union européenne est, en 1996, majoritairement concernée, non pas par des apports en capital, mais par des transactions financières à court terme (56,9 % des flux) initiées par des entreprises qui ont pris pied, voici déjà quelques années, sur ce marché.

Les flux vers les pays d'Asie à développement rapide sont multipliés par deux entre les deux exercices (6,4 milliards de francs, au lieu de 3,3 milliards en 1995). Un fort potentiel de croissance, relayé par une main-d'œuvre bon marché et de qualité, explique l'attrait de cette zone qui reste, toutefois, encore très faiblement « pénétrée » par les capitaux français. Taïwan, Singapour et la Chine arrivent en tête des destinations des investisseurs résidents en 1996.

Les flux en direction de la zone intitulée « Reste du monde » et, plus précisément, du Brésil et de l'Argentine, ont fait un bond (7,4 milliards de francs pour ces deux pays, contre des désinvestissements de 131 millions en 1995). Les programmes de privatisation engagés par ces pays dans le secteur de l'électricité sont à l'origine d'une partie non négligeable des acquisitions françaises en 1996, les autres investissements se concentrant dans les secteurs de la *fabrication de ciments* et de la *grande distribution*. Le Brésil recueille, en 1996, 3,8 % des investissements français et se positionne, ainsi, en huitième position des pays d'accueil.

<sup>1</sup> Cf. annexe 4

Les flux vers les économies en transition se maintiennent à un niveau relativement élevé (4,9 milliards de francs, après 6,6 milliards en 1995). Il est vrai que les prêts à court terme accordés à des filiales hongroises participent de près d'un tiers à ce résultat.

<b>PRINCIPAUX PAYS D'ACCUEIL DES FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER (hors bénéfices réinvestis)</b>				
	1995 (a)		1996 (b)	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
États-Unis.....	- 21 850	23,3	- 23 429	17,0
Allemagne.....	- 10 027	10,7	- 14 295	10,4
Pays-Bas.....	- 13 647	14,5	- 12 515	9,1
Belgique .....	- 11 151	11,9	- 12 279	8,9
Italie .....	- 7 775	8,3	- 11 405	8,3
Royaume-Uni.....	- 8 866	9,4	- 5 881	4,3
Australie.....	- 4 435	4,7	- 5 257	3,8
Brésil.....	411	(- 0,4)	- 5 179	3,8
Espagne.....	- 3 009	3,2	- 5 170	3,7
Suisse.....	8 907	(- 9,5)	- 4 013	2,9
Autres pays.....	- 22 471	23,9	- 38 341	27,8
<b>Total.....</b>	<b>- 93 913</b>	<b>100,0</b>	<b>- 137 764</b>	<b>100,0</b>
(Pour mémoire : bénéfices réinvestis non ventilés géographiquement).....	(15 268)		(- 6 998) (c)	
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires (c) Montant estimé Signe négatif : Investissements nets français à l'étranger Sans signe : Désinvestissements nets français à l'étranger Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25				
Mise à jour le 24 mars 1997				

### 3. Investissements étrangers en France en 1996 : léger fléchissement

#### 3.1. Vue d'ensemble

Les flux d'investissements étrangers en France se contractent sensiblement entre 1995 et 1996 (104,5 milliards de francs, au lieu de 118,2 milliards l'année précédente), soit une baisse de 11,6 %. Ce mouvement provient de la réduction des opérations en capital social (- 23,2 %) et de l'augmentation parallèle des bénéfices réinvestis négatifs (+ 50,7 %). La contraction des implantations nettes étrangères doit toutefois être relativisée dans la mesure où les flux recensés au cours de l'année 1996 constituent le deuxième meilleur résultat jamais atteint (après celui de 1995).

À ce titre, il convient de rappeler que la France mène depuis plusieurs années une politique d'accueil très favorable aux investissements étrangers. Des structures chargées de prospection à l'étranger des investisseurs potentiels et, le cas échéant, de les accompagner dans les différentes phases de leur projet en France ont été mises en place, en 1992, à l'initiative de la Datar. Le gouvernement a également souhaité se doter d'une fiscalité adaptée et incitative pour attirer les quartiers généraux et les centres de logistique des groupes internationaux. Ces nouvelles modalités d'imposition ont pris effet début 1997.

<b>FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE DU SECTEUR BANCAIRE ET DES AUTRES SECTEURS</b>						
	Année 1995 (a)	1 <sup>er</sup> trim. 1996 (b)	2 <sup>e</sup> trim. 1996 (b)	3 <sup>e</sup> trim. 1996 (c)	4 <sup>e</sup> trim. 1996 (c)	Année 1996 (c)
<b>Capital social (et investissements immobiliers).....</b>	<b>59 029</b>	<b>11 349</b>	<b>9 275</b>	<b>5 986</b>	<b>18 740</b>	<b>45 350</b>
Secteur bancaire (capital social).....	10 357	69	304	1 320	904	2 597
<i>Constitutions</i> .....	<i>10 520</i>	<i>79</i>	<i>464</i>	<i>1 332</i>	<i>907</i>	<i>2 782</i>
<i>Liquidations</i> .....	- 163	- 10	- 160	- 12	- 3	- 185
Autres secteurs (capital social).....	42 030	10 089	7 312	3 221	14 801	35 423
<i>Constitutions</i> .....	<i>55 452</i>	<i>11 459</i>	<i>10 388</i>	<i>8 043</i>	<i>19 184</i>	<i>49 074</i>
<i>Liquidations</i> .....	- 13 422	- 1 370	- 3 076	- 4 822	- 4 383	- 13 651
Investissements immobiliers.....	6 642	1 191	1 659	1 445	3 035	7 330
<i>Constitutions</i> .....	<i>8 810</i>	<i>1 752</i>	<i>2 194</i>	<i>2 147</i>	<i>3 678</i>	<i>9 771</i>
<i>Liquidations</i> .....	- 2 168	- 561	- 535	- 702	- 643	- 2 441
<b>Bénéfices réinvestis .....</b>	<b>- 3 582</b>	<b>6021</b>	<b>- 5067</b>	<b>-5034</b>	<b>-1318</b>	<b>- 5 398</b>
<b>Autres opérations (autres secteurs) .....</b>	<b>62 725</b>	<b>23 878</b>	<b>9 904</b>	<b>16 872</b>	<b>13 847</b>	<b>64 501</b>
Prêts à long terme (plus d'un an d'échéance).....	11 208	2 548	- 2 436	2 452	702	3 266
<i>Octrois</i> .....	<i>28 108</i>	<i>4 945</i>	<i>4 257</i>	<i>5 708</i>	<i>4 211</i>	<i>19 121</i>
<i>Remboursements</i> .....	- 16 900	- 2 397	- 6 693	- 3 256	- 3 509	- 15 855
Prêts à court terme (moins d'un an d'échéance) et flux de trésorerie.....	51 517	21 330	12 340	14 420	13 145	61 235
<i>Octrois</i> .....	<i>332 898</i>	<i>78 147</i>	<i>64 135</i>	<i>77 393</i>	<i>114 480</i>	<i>334 155</i>
<i>Remboursements</i> .....	- 281 381	- 56 817	- 51 795	- 62 973	<i>101 335</i>	272 920
<b>TOTAL.....</b>	<b>118 172</b>	<b>41 248</b>	<b>14 112</b>	<b>17 824</b>	<b>31 269</b>	<b>104 453</b>

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

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

### 3.1.1. Capital social

En 1996, selon des données encore provisoires, la réduction des opérations d'apports en fonds propres par des non-résidents (45,4 milliards de francs, contre 59 milliards en 1995) toucherait surtout le secteur bancaire et, dans une moindre mesure, les autres secteurs.

Après une année 1995 qui avait été marquée par quelques importantes opérations de fusion-acquisition dans le *secteur bancaire résident*, l'année 1996 se caractérise par un ralentissement des investissements nets dans ce secteur (2,6 milliards de francs, après 10,4 milliards un an plus tôt). Par contre, les liquidations d'investissement étranger restent inexistantes, comme en 1995 (0,2 milliard de francs).

Les investissements étrangers dans les *autres secteurs résidents* (35,4 milliards de francs, au lieu de 42 milliards en 1995) présentent le même profil, à savoir un fléchissement des acquisitions (-11,5 %) et des liquidations qui se maintiennent pratiquement à leur niveau de 1995 (13,7 milliards de francs, après 13,4 milliards). En revanche, les investissements étrangers nets dans l'immobilier augmentent sensiblement (7,3 milliards de francs, contre 6,6 milliards en 1996, soit +10,4 %).

### 3.1.2. Bénéfices réinvestis

En 1996, les estimations<sup>1</sup> de la Banque de France anticipent une augmentation des désinvestissements due à des bénéfices réinvestis négatifs (5,4 milliards de francs, contre 3,6 milliards en 1995). Le montant des dividendes encaissés par les maisons-mères non résidentes devrait être, en effet, plus élevé que le montant des résultats nets (agrégation des profits et pertes des filiales résidentes « investies ») attendus.

### 3.1.3. Autres opérations

Les flux nets des autres opérations se sont inscrits en légère hausse (64,5 milliards de francs, au lieu de 62,7 milliards l'année précédente). Ce flux résulte d'évolutions contrastées :

- tout d'abord, de la division par trois du solde net des prêts à long terme entre maisons-mères et filiales (3,3 milliards de francs, après 11,2 milliards) ;
- ensuite, d'une augmentation significative du solde des mouvements financiers à court terme entre affiliés (+18,9 % entre les deux recensements).

## 3.2. Répartition par pays ou zone géographique<sup>2</sup> (hors bénéfices réinvestis)

La répartition géographique des investissements étrangers en France est effectuée en fonction du pays « immédiat » de provenance des capitaux même si ceux-ci sont « contrôlés » par un pays tiers.

La répartition géographique des flux d'investissements directs étrangers en France reste largement concentrée sur l'Union européenne et les pays industrialisés non européens. À elles seules, ces deux zones sont à l'origine de 87,9 % des flux entrants en 1996, contre 89,5 % l'année précédente. Les investissements en provenance des pays industrialisés non européens ont néanmoins diminué, leur part passant de 27,1 % à 20,2 % entre 1995 et 1996.

Les Pays-Bas, avec 20 % du total des flux nets, prennent la première place des pays investisseurs en France. La position très favorable de ce pays résulte principalement des entrées au titre des prêts à court terme et flux de trésorerie (17,3 milliards de francs, sur un total de 21,9 milliards).

<sup>1</sup> Premières estimations, susceptibles d'importantes révisions

<sup>2</sup> Cf. annexe 5

Après le niveau record atteint par les investissements des États-Unis en 1995 (28 milliards de francs), ceux-ci se sont contractés en 1996, pour s'établir à 19,2 milliards. En valeur relative, les États-Unis enregistrent un recul de 5,5 points, ce qui les place en deuxième position des pays de provenance des flux.

Arrivent ensuite le Royaume-Uni (14,4 % du montant total des flux) qui enregistre également un ralentissement de ses opérations en 1996 (15,8 milliards de francs, contre 25,9 milliards l'année précédente) au contraire de la Belgique qui contribue à 13 % des flux entrants, contre 7,0 % en 1995.

Il convient de souligner la croissance des flux en provenance de la Suède, suite à d'importants investissements réalisés dans une société *holding* détentrice de participations majoritaires dans des entreprises liées au travail du bois.

Les entreprises étrangères se sont principalement portées vers le secteur tertiaire et, plus précisément, vers les secteurs des *holdings* (24,4 % des flux nets), de la *récupération, réparation, commerce* (17,9 % des flux nets) et des *autres services marchands* (14,4 %)<sup>1</sup>.

### PRINCIPAUX PAYS DE PROVENANCE DES FLUX D'INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE (hors bénéfices réinvestis)

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

	1995 (a)		1996 (b)	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
Pays-Bas.....	23 108	19,0	21 923	20,0
États-Unis.....	28 009	23,0	19 233	17,5
Royaume-Uni.....	25 908	21,3	15 829	14,4
Belgique.....	8 509	7,0	14 237	13,0
Suisse .....	6 786	5,6	10 775	9,8
Suède.....	1 107	0,9	6 507	5,9
Allemagne.....	13 277	10,9	5 942	5,4
Italie .....	2 369	1,9	4 514	4,1
Irlande .....	- 961	(- 0,8)	3 093	2,8
Canada .....	1 744	1,4	2 089	1,9
Autres pays.....	11 898	9,8	5 709	5,2
<b>Total .....</b>	<b>121 754</b>	<b>100,0</b>	<b>109 851</b>	<b>100,0</b>
(Pour mémoire : bénéfices réinvestis non ventilés géographiquement).....	(- 3 582)		(- 5 398) (c)	
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires (c) Montant estimé Signe négatif : Désinvestissements nets étrangers en France Sans signe : Investissements nets étrangers en France Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25				
Mise à jour le 24 mars 1997				

<sup>1</sup> Cf. annexe 7

Au total, les flux d'investissements directs enregistrés en balance des paiements en 1996 confirment largement le mouvement d'internationalisation de l'économie française. La France, selon des données encore provisoires, se placerait, avec 144,7 milliards de francs de flux d'investissements directs français à l'étranger en 1996, au troisième rang des pays investisseurs de l'OCDE derrière les États-Unis (452,6 milliards) et le Royaume-Uni (149,9 milliards sur les trois premiers trimestres de 1996).

Avec 104,5 milliards de francs de flux d'investissements directs étrangers en France, elle se situerait également, au sein de cette même zone, au troisième rang des pays d'accueil derrière ces deux mêmes pays (428,4 milliards pour les États-Unis et 115,1 milliards, sur les trois premiers trimestres de 1996, pour le Royaume-Uni).

**NOTE MÉTHODOLOGIQUE****1. Définition de l'investissement direct**

Conformément aux recommandations internationales (FMI, OCDE) et européennes (Eurostat), l'investissement direct désigne l'opération effectuée par un investisseur résident d'une économie (pays d'origine), afin d'acquérir ou d'accroître un intérêt durable dans une entité résidente d'une autre économie et de détenir une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises d'investissements directs (entreprises « investies », qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées) ;
- des entreprises investies entre elles (sociétés-soeurs).

Par convention, une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'un investisseur détient au moins 10 % du capital social de l'entreprise investie. En deçà de ce seuil, les acquisitions ou cessions de titres sont classées dans les investissements de portefeuille. Dès que le seuil de 10 % est atteint, toutes les opérations de prêts et flux de trésorerie entre les entreprises apparentées entrent dans le champ des investissements directs.

**2. Les flux enregistrés à la rubrique des investissements directs**

Les investissements directs incluent les opérations concernant le capital social, les bénéfices réinvestis et l'ensemble des autres opérations entre entreprises apparentées. À l'exception des bénéfices réinvestis qui, par définition, n'entraînent pas de transferts de fonds entre la France et l'étranger, tous les autres flux d'investissements sont recensés au moment où ils donnent lieu à un règlement effectif entre un résident français et un non-résident (et non pas, par exemple, lors de la signature du contrat d'acquisition d'une entreprise).

**2.1. Capital social**

Les opérations retracées sous la rubrique capital social englobent :

- les créations d'entreprises, l'acquisition ou l'extension d'une entreprise existante. Elles peuvent concerter des titres (actions, parts...), ou des actifs productifs (exploitations agricoles, vignobles, forêts) ;
- l'acquisition d'obligations convertibles en actions, à partir du moment où l'opération atteint au moins 10 % du capital de la société « investie » ;
- les investissements immobiliers (à usage professionnel ou privé) ;
- les subventions d'équilibre et le financement des déficits d'exploitation des entreprises d'investissements directs ;
- les consolidations de prêts, les prêts subordonnés et les prêts participatifs du secteur bancaire (les prêts participatifs des autres secteurs étant intégrés à la rubrique des Autres opérations) ;
- la liquidation de ces investissements.

**2.2. Bénéfices réinvestis**

Pour la première fois en 1996, avec rétropérolation sur les années antérieures, les bénéfices réinvestis sont inclus dans les flux d'investissements directs<sup>1</sup>.

Conformément aux règles internationales, les bénéfices réinvestis correspondent aux résultats dégagés par les entreprises d'investissements directs au cours d'un exercice comptable, diminués des dividendes qu'elles ont versés au cours de ce même exercice à leur maison-mère.

Les statistiques définitives de bénéfices réinvestis sont élaborées à partir des données sur les résultats et les dividendes des entreprises apparentées, collectées lors des enquêtes annuelles sur les stocks d'investissements français à l'étranger et étrangers en France. Toutefois, en raison des délais de disponibilité et de traitement de l'information, les chiffres définitifs ne sont disponibles que plus d'un an après la date d'arrêté de l'exercice (quatorze mois pour le stock des investissements étrangers en France et quinze mois pour le stock des investissements français à l'étranger). Cette situation implique la mise en œuvre de méthodes d'estimation (dès que des informations sur les dividendes sont disponibles) et de prévision (pour les périodes les plus récentes) pour nourrir cette rubrique dès la publication des premiers résultats mensuels de balance des paiements, en règle générale deux mois après le mois de référence.

.../...

<sup>1</sup> Cf. l'étude concernant « L'intégration des statistiques de bénéfices réinvestis dans les flux de balance des paiements » publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 40 (avril 1997)

*Les exemples d'autres pays utilisant les mêmes méthodes montrent que la révision progressive des bénéfices réinvestis peut être à l'origine de corrections substantielles des chiffres publiés.*

### **2.3. Autres opérations**

*Les autres opérations recouvrent toutes les opérations de prêts, d'avances et dépôts entre affiliés (qu'elles soient à long ou à court terme), à l'exclusion des crédits commerciaux. Les opérations à court terme entre affiliés étaient auparavant incluses dans les « Autres investissements ».*

### **3. Autres données sur les flux d'investissements directs entre la France et l'étranger**

*Dans le cadre de la mission d'élaboration de la balance des paiements qui lui a été confiée par la loi du 4 août 1993, la Banque de France recense tous les flux d'investissements directs intervenant entre la France et l'étranger, selon la méthodologie précisée ci-dessus<sup>1</sup>.*

*En dehors de la Banque de France et des organismes internationaux (FMI, OCDE, Eurostat) qui diffusent des données issues de sources nationales et dont la centralisation permet, notamment, des comparaisons internationales, plusieurs organismes traitent, en France, de l'investissement direct mais sous des angles complémentaires.*

*– Parmi eux, la Datar (Délégation à l'aménagement du territoire et à l'action régionale), qui recense, par l'intermédiaire de son réseau Datar-Invest en France, les investissements étrangers qui ont contribué à l'accroissement de la production et de l'emploi en France. Par là même, ne sont pas comptabilisées par la Datar les opérations qui se traduisent par un simple transfert de propriété.*

*– Le Sessi (Service des statistiques industrielles du ministère de l'Industrie) qui produit des études régulières sur la mondialisation industrielle traitant, notamment, des échanges internes aux groupes industriels et de la production industrielle française à l'étranger.*

*– La DREE (Direction des relations économiques extérieures du ministère de l'Économie et des Finances) qui effectue, par l'intermédiaire de ses 170 postes d'expansion économique, une enquête annuelle relative à l'activité économique des filiales d'entreprises françaises implantées à l'étranger (effectif employé, chiffre d'affaires réalisé, secteur d'activité des filiales).*

*– Enfin, la Commission des Nations unies pour le commerce et le développement (Cnuced) édite un rapport sur l'investissement direct mondial et le commerce international, dans lequel sont, entre autres, publiées des séries statistiques sur les flux et les stocks d'investissements directs par pays et par zones géographiques.*

<sup>1</sup> Rappelons que la Banque de France élabore également des données sur les stocks d'investissements directs. Les chiffres définitifs sont publiés chaque année dans le *Bulletin de la Banque de France* (cf. celui de mars 1997 pour « Les stocks d'investissements étrangers en France en 1995 » et celui d'avril 1997 pour « Les stocks d'investissements français à l'étranger en 1995 »). Par ailleurs, des chiffres provisoires de stocks sont publiés chaque année dans le *Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France* .

## ANNEXE 1

**FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS**  
**de 1988 à 1996(a) (b)**

(en millions de francs)

Années	Investissements directs						Solde des investissements directs	
	Français à l'étranger			Étrangers en France				
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde		
1988.....	43 303	142 454	- 99 151	81 903	31 132	50 771	- 48 380	
1989.....	88 658	220 749	- 132 091	150 104	66 771	83 333	- 48 758	
1990.....	120 301	317 595	- 197 294	185 307	100 281	85 026	- 112 268	
1991.....	201 743	343 541	- 141 798	210 668	125 091	85 577	- 56 221	
1992.....	189 059	350 020	- 160 961	345 076	250 588	94 488	- 66 473	
1993.....	215 583	327 334	- 111 751	320 860	227 757	93 103	- 18 648	
1994.....	217 542	352 859	- 135 317	355 075	268 603	86 472	- 48 845	
1995.....	264 690	343 335	- 78 645	435 788	317 616	118 172	39 527	
1996.....	401 834	546 596	- 144 762	414 903	310 450	104 453	- 40 309	

(a) Chiffres provisoires pour 1996

(b) Y compris bénéfices réinvestis et opérations à court terme entre affiliés

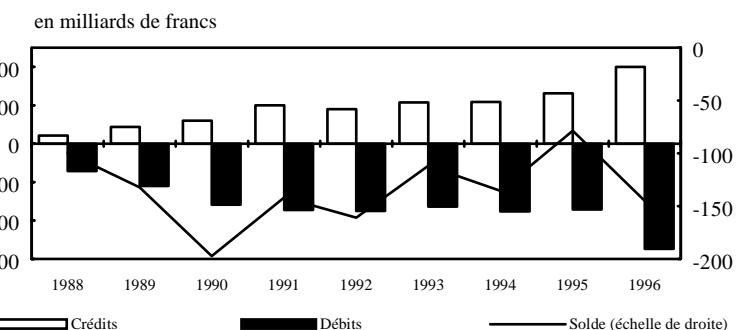
Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

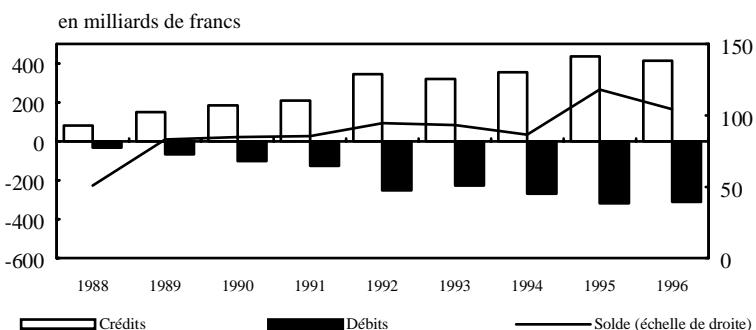
Mise à jour le 24 mars 1997

## ANNEXE 2

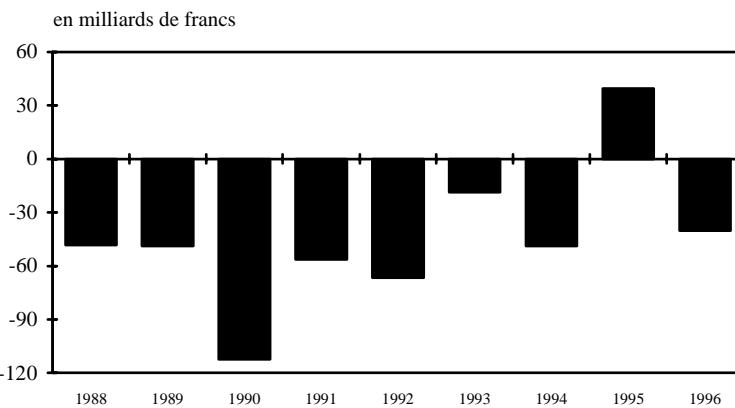
### FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER



### FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE



### SOLDE NET DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ENTRE LA FRANCE ET L'ÉTRANGER



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél.: 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

## ANNEXE 3

**INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
SOUS FORME DE CAPITAL SOCIAL**  
**Année 1996 (a)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Opérations par tranches de montant	Constitution			Liquidation			Solde net	
	Nombre	Montant	Répartition	Nombre	Montant	Répartition	Montant	Répartition
< à 1 million .....	6 366	3 032	3,0	2 452	881	2,7	2 151	3,2
De 1 à 50 millions.....	2 809	19 974	20,0	1 044	6 631	20,1	13 343	20,0
De 50 à 200 millions.....	172	15 798	15,9	54	5 180	15,7	10 618	15,9
De 200 à 500 millions.....	57	17 606	17,7	22	7 164	21,8	10 442	15,6
De 500 millions à 1 milliard....	14	10 570	10,6	4	3 155	9,6	7 415	11,1
> à 1 milliard.....	18	32 744	32,8	6	9 917	30,1	22 827	34,2
<b>Total.....</b>	<b>9 436</b>	<b>99 724</b>	<b>100,0</b>	<b>3 582</b>	<b>32 928</b>	<b>100,0</b>	<b>66 796</b>	<b>100,0</b>

(a) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

**INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE  
SOUS FORME DE CAPITAL SOCIAL**  
**Année 1996 (a)**

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Opérations par tranches de montant	Constitution			Liquidation			Solde net tous secteurs confondus	
	Nombre	Montant	Répartition	Nombre	Montant	Répartition	Montant	Répartition
< à 1 million .....	10 652	4 079	6,6	2 417	966	5,9	3 113	6,9
De 1 à 50 millions.....	3 931	17 091	27,7	1 020	3 761	23,1	13 330	29,4
De 50 à 200 millions.....	116	10 617	17,2	25	2 267	13,9	8 350	18,4
De 200 à 500 millions.....	24	7 691	12,5	9	2 744	16,9	4 947	10,9
De 500 millions à 1 milliard....	16	9 961	16,2	3	1 977	12,2	7 984	17,6
> à 1 milliard.....	7	12 188	19,8	3	4 562	28,0	7 626	16,8
<b>Total.....</b>	<b>14 746</b>	<b>61 627</b>	<b>100,0</b>	<b>3 477</b>	<b>16 277</b>	<b>100,0</b>	<b>45 350</b>	<b>100,0</b>

(a) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

## ANNEXE 4

**RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE  
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
(hors bénéfices réinvestis)**

(en millions de francs)

	Année 1995 (a)	Année 1996 (b)				Total général	
		Capital social	Autres opérations des autres secteurs				
			Prêts à long terme	Prêts à court terme Flux de trésorerie	Total		
<b>Union européenne</b>	<b>- 58 929</b>	<b>- 26 065</b>	<b>- 3 685</b>	<b>- 39 333</b>	<b>- 43 018</b>	<b>- 69 083</b>	
Allemagne	- 10 027	- 4 275	- 1 106	- 8 914	- 10 020	- 14 295	
Autriche	- 282	- 676	- 3	54	51	- 625	
Belgique	- 11 151	- 1 371	1 553	- 12 461	- 10 908	- 12 279	
Danemark	- 669	726	- 1	- 23	- 24	702	
Espagne	- 3 009	- 4 679	- 779	288	- 491	- 5 170	
Finlande	- 435	- 56	4	- 87	- 83	- 139	
Grèce	- 209	- 223	- 1	- 131	- 132	- 355	
Institutions de l'Union européenne	- 23	0	0	0	0	0	
Irlande	- 287	- 1 724	434	174	608	- 1 116	
Italie	- 7 775	- 6 152	753	- 6 006	- 5 253	- 11 405	
Luxembourg	- 3 618	- 773	- 723	- 896	- 1 619	- 2 392	
Pays-Bas	- 13 647	- 2 201	22	- 10 336	- 10 314	- 12 515	
Portugal	- 348	- 673	- 126	- 175	- 301	- 974	
Royaume-Uni	- 8 866	- 3 978	- 3 684	1 781	- 1 903	- 5 881	
Suède	1 417	- 10	- 28	- 2 601	- 2 629	- 2 639	
<b>Autres pays industrialisés européens</b>	<b>8 467</b>	<b>- 9</b>	<b>- 3 147</b>	<b>- 2 733</b>	<b>- 5 880</b>	<b>- 5 889</b>	
dont : Norvège	- 148	83	- 1 548	59	- 1 489	- 1 406	
Suisse	8 907	207	- 1 458	- 2 762	- 4 220	- 4 013	
Turquie	- 274	- 312	- 65	- 30	- 95	- 407	
<b>Pays industrialisés non européens</b>	<b>- 28 665</b>	<b>- 21 659</b>	<b>- 3 902</b>	<b>- 7 780</b>	<b>- 11 682</b>	<b>- 33 341</b>	
dont : États-Unis	- 21 850	- 13 119	- 3 654	- 6 656	- 10 310	- 23 429	
Canada	- 872	- 1 236	- 248	- 891	- 1 139	- 2 375	
Mexique	- 915	- 1 313	0	78	78	- 1 235	
Japon	- 286	- 716	- 4	- 253	- 257	- 973	
Australie	- 4 435	- 5 275	4	14	18	- 5 257	
<b>Économies en transition</b>	<b>- 6 626</b>	<b>- 2 362</b>	<b>- 352</b>	<b>- 2 232</b>	<b>- 2 584</b>	<b>- 4 946</b>	
dont : Hongrie	- 4 113	- 303	- 73	- 1 418	- 1 491	- 1 794	
Pologne	- 1 308	- 1 460	- 97	- 591	- 688	- 2 148	
<b>Pays de la Zone franc</b>	<b>- 1 406</b>	<b>- 549</b>	<b>- 922</b>	<b>- 638</b>	<b>- 1 560</b>	<b>- 2 109</b>	
dont Gabon	- 1 267	- 285	- 842	- 128	- 970	- 1 255	
Cameroun	- 63	- 162	- 1	- 98	- 99	- 261	
<b>Pays d'Asie à développement rapide</b>	<b>- 3 258</b>	<b>- 5 356</b>	<b>- 246</b>	<b>- 800</b>	<b>- 1 046</b>	<b>- 6 402</b>	
dont : Taiwan	- 75	- 1 317	- 3	- 163	- 166	- 1 483	
Singapour	- 355	- 980	- 18	- 352	- 370	- 1 350	
Chine	- 743	- 1 147	- 44	- 76	- 120	- 1 267	
<b>Reste du monde (c)</b>	<b>- 3 496</b>	<b>- 10 796</b>	<b>- 3 324</b>	<b>- 1 874</b>	<b>- 5 198</b>	<b>- 15 994</b>	
dont : Brésil	411	- 4 904	- 57	- 218	- 275	- 5 179	
Argentine	- 280	- 2 208	0	21	21	- 2 187	
<b>TOTAL</b>	<b>- 93 913</b>	<b>- 66 796</b>	<b>- 15 578</b>	<b>- 55 390</b>	<b>- 70 968</b>	<b>- 137 764</b>	
(Pour mémoire : bénéfices réinvestis non ventilés géographiquement)	(15 268)					(- 6 998)	

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires

(c) Les autres pays sur lesquels des flux significatifs ont été recensés sont Venezuela, îles Vierges britanniques, République d'Afrique du Sud.

Signe négatif : Investissements nets français à l'étranger

Sans signe : Désinvestissements nets français à l'étranger

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

## ANNEXE 5

**RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE  
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE  
(hors bénéfices réinvestis)**

(en millions de francs)

	Année 1995 (a)	Année 1996 (b)				Total général	
		Capital social	Autres opérations des autres secteurs				
			Prêts à long terme	Prêts à court terme	Flux de trésorerie		
<b>Union européenne .....</b>	<b>75 988</b>	<b>30 168</b>	<b>485</b>	<b>43 627</b>	<b>44 112</b>	<b>74 280</b>	
Allemagne .....	13 277	5 332	428	182	610	5 942	
Autriche .....	755	92	- 27	- 32	- 59	33	
Belgique .....	8 509	2 738	- 1 908	13 407	11 499	14 237	
Danemark .....	533	340	37	- 87	- 50	290	
Espagne .....	- 701	198	515	910	1 425	1 623	
Finlande .....	490	176	- 18	- 40	- 58	118	
Grèce .....	72	- 47	0	- 472	- 472	- 519	
Institutions de l'Union européenne .....	- 5	0	0	- 4	- 4	- 4	
Irlande .....	- 961	89	1 614	1 390	3 004	3 093	
Italie .....	2 369	3 217	71	1 226	1 297	4 514	
Luxembourg .....	1 351	- 454	75	715	790	336	
Pays-Bas .....	23 108	3 809	789	17 325	18 114	21 923	
Portugal .....	176	19	68	271	339	358	
Royaume-Uni .....	25 908	8 362	166	7 301	7 467	15 829	
Suède .....	1 107	6 297	- 1 325	1 535	210	6 507	
<b>Autres pays industrialisés européens</b>	<b>7 308</b>	<b>5 911</b>	<b>365</b>	<b>4 972</b>	<b>5 337</b>	<b>11 248</b>	
dont : Norvège .....	441	30	55	72	127	157	
Suisse .....	6 786	5 598	310	4 867	5 177	10 775	
Turquie .....	62	213	0	- 8	- 8	205	
<b>Pays industrialisés non européens .....</b>	<b>32 982</b>	<b>8 574</b>	<b>3 210</b>	<b>10 447</b>	<b>13 657</b>	<b>22 231</b>	
dont : États-Unis .....	28 009	5 022	3 699	10 512	14 211	19 233	
Canada .....	1 744	1 591	- 325	823	498	2 089	
Mexique .....	0	0	0	2	2	2	
Japon .....	3 032	1 930	- 170	- 1 039	- 1 209	721	
Australie .....	196	4	15	155	170	174	
<b>Économies en transition .....</b>	<b>71</b>	<b>90</b>	<b>- 14</b>	<b>65</b>	<b>51</b>	<b>141</b>	
dont : Hongrie .....	- 17	63	- 6	31	25	88	
République tchèque .....	5	7	- 8	38	30	37	
<b>Pays de la Zone franc .....</b>	<b>451</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>373</b>	<b>397</b>	<b>423</b>	
dont : Côte d'Ivoire .....	115	4	0	184	184	188	
Gabon .....	167	14	2	59	61	75	
<b>Pays d'Asie à développement rapide .....</b>	<b>637</b>	<b>202</b>	<b>44</b>	<b>327</b>	<b>371</b>	<b>573</b>	
dont : Hong-Kong .....	220	139	44	281	325	464	
Singapour .....	96	44	3	- 297	- 294	- 250	
Indonésie .....	119	3	0	167	167	170	
<b>Reste du monde (c) .....</b>	<b>4 317</b>	<b>379</b>	<b>- 848</b>	<b>1 424</b>	<b>576</b>	<b>955</b>	
dont : La Barbade .....	1 748	- 1	- 550	- 27	- 577	- 578	
République d'Afrique du Sud .....	- 4	- 4	0	- 555	- 555	- 559	
<b>TOTAL .....</b>	<b>121 754</b>	<b>45 350</b>	<b>3 266</b>	<b>61 235</b>	<b>64 501</b>	<b>109 851</b>	
(Pour mémoire : bénéfices réinvestis non ventilés géographiquement) .....	(- 3 582)					(- 5 398)	

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires

(c) Les autres pays sur lesquels des flux significatifs ont été recensés sont Venezuela, îles Vierges britanniques, République d'Afrique du Sud.

Signe négatif : Investissements nets français à l'étranger

Sans signe : Désinvestissements nets français à l'étranger

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

## ANNEXE 6

**RÉPARTITION SECTORIELLE  
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER  
(hors bénéfices réinvestis)**  
**Année 1996 (a)**

Secteurs d'activité résidents	Crédit	Débit	Solde	Répartition
<b>Agriculture.....</b>	<b>20</b>	<b>74</b>	<b>- 54</b>	<b>0</b>
<b>Énergie .....</b>	<b>14 314</b>	<b>20 767</b>	<b>- 6 453</b>	<b>4,7</b>
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel.....	13 005	14 711	- 1 706	1,2
Autres sources d'énergie.....	1 309	6 056	- 4 747	3,5
<b>Produits manufacturés.....</b>	<b>123 761</b>	<b>166 402</b>	<b>- 42 641</b>	<b>31,0</b>
Métaux ferreux et non ferreux.....	3 571	5 042	- 1 471	1,1
Minéraux non métalliques.....	1 277	5 369	- 4 092	3,0
Produits chimiques.....	32 994	48 167	- 15 173	11,0
Fonderie et travail des métaux.....	367	747	- 380	0,3
Machines agricoles et industrielles.....	3 251	4 589	- 1 338	1,0
Machines de bureau, matériel de précision.....	20 324	24 156	- 3 832	2,8
Matériel électrique et électronique.....	42 159	46 162	- 4 003	2,9
Matériel de transport .....	6 344	7 485	- 1 141	0,8
Alimentation, boissons, tabac.....	5 101	11 791	- 6 690	4,9
Textiles et habillement.....	1 090	1 796	- 706	0,5
Papier, presse, imprimerie, édition.....	5 373	7 465	- 2 092	1,5
Caoutchouc et matières plastiques.....	839	3 196	- 2 357	1,7
Autres produits manufacturés.....	1 071	437	634	- 0,5
<b>Bâtiment et génie civil.....</b>	<b>2 050</b>	<b>7 362</b>	<b>- 5 312</b>	<b>3,9</b>
<b>Services marchands.....</b>	<b>70 122</b>	<b>132 302</b>	<b>- 62 180</b>	<b>45,1</b>
Récupération, réparation, commerce.....	23 222	57 116	- 33 894	24,6
Restauration et hébergement.....	247	2 669	- 2 422	1,8
Transports intérieurs.....	910	1 063	- 153	0,1
Transports maritimes et navigation côtière.....	141	565	- 424	0,3
Transports aériens .....	78	39	39	- 0
Services auxiliaires des transports.....	893	971	- 78	0,1
Communications.....	483	2 328	- 1 845	1,3
Crédit .....	17 446	28 475	- 11 029	8,0
dont : Secteur bancaire.....	2 726	7 137	- 4 411	3,2
Assurances.....	5 232	6 492	- 1 260	0,9
Services médicaux, culturels, sociaux.....	672	1 671	- 999	0,7
Autres services marchands.....	20 798	30 913	- 10 115	7,3
<b>Services non marchands.....</b>	<b>1 846</b>	<b>3 184</b>	<b>- 1 338</b>	<b>1,0</b>
<b>Opérations immobilières.....</b>	<b>1 255</b>	<b>1 559</b>	<b>- 304</b>	<b>0,2</b>
<b>Holdings.....</b>	<b>188 466</b>	<b>207 948</b>	<b>- 19 482</b>	<b>14,1</b>
<b>TOTAL.....</b>	<b>401 834</b>	<b>539 598</b>	<b>- 137 764</b>	<b>100,0</b>
(Pour mémoire : bénéfices réinvestis non ventilés par secteur économique).....			(- 6 998)	

(a) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

## ANNEXE 7

**RÉPARTITION SECTORIELLE  
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE  
(hors bénéfices réinvestis)**  
**Année 1996 (a)**

Etudes

Secteurs d'activité résidents	Credit	Débit	Solde	Répartition
<b>Agriculture.....</b>	<b>149</b>	<b>55</b>	<b>94</b>	<b>0,1</b>
<b>Énergie.....</b>	<b>8 664</b>	<b>7 260</b>	<b>1 404</b>	<b>1,3</b>
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel.....	7 550	7 258	292	0,3
Autres sources d'énergie.....	1 114	2	1 112	1,0
<b>Produits manufacturés.....</b>	<b>118 775</b>	<b>98 493</b>	<b>20 282</b>	<b>18,4</b>
Métaux ferreux et non ferreux.....	3 927	5 235	- 1 308	- 1,2
Minéraux non métalliques.....	1 947	946	1 001	0,9
Produits chimiques.....	31 642	21 929	9 713	8,8
Fonderie et travail des métaux.....	2 036	927	1 109	1,0
Machines agricoles et industrielles.....	4 724	3 318	1 406	1,3
Machines de bureau, matériel de précision.....	3 580	1 423	2 157	1,9
Matériel électrique et électronique.....	33 255	31 698	1 557	1,4
Matériel de transport.....	11 407	10 986	421	0,4
Alimentation, boissons, tabac.....	10 895	8 383	2 512	2,3
Textiles et habillement.....	2 244	1 063	1 181	1,1
Papier presse, imprimerie, édition.....	9 377	8 990	387	0,4
Caoutchouc et matières plastiques.....	3 016	3 360	- 344	- 0,3
Autres produits manufacturés.....	725	235	490	0,4
<b>Bâtiment et génie civil.....</b>	<b>3 988</b>	<b>272</b>	<b>3 716</b>	<b>3,4</b>
<b>Services marchands.....</b>	<b>180 236</b>	<b>129 409</b>	<b>50 827</b>	<b>46,3</b>
Récupération, réparation, commerce.....	89 003	69 393	19 610	17,9
Restauration et hébergement.....	2 212	1 780	432	0,4
Transports intérieurs.....	2 599	1 618	981	0,9
Transports maritimes et navigation côtière.....	244	62	182	0,2
Transports aériens .....	320	28	292	0,3
Services auxiliaires des transports.....	917	324	593	0,5
Communications.....	1 492	293	1 199	1,1
Crédit .....	17 832	10 070	7 762	7,1
dont : Secteur bancaire .....	2 782	185	2 597	2,4
Assurances .....	3 001	549	2 452	2,2
Services médicaux, culturels, sociaux.....	1 762	318	1 444	1,3
Autres services marchands.....	60 854	44 974	15 880	14,4
<b>Services non marchands.....</b>	<b>5 067</b>	<b>963</b>	<b>4 104</b>	<b>3,7</b>
<b>Opérations immobilières .....</b>	<b>20 032</b>	<b>17 405</b>	<b>2 627</b>	<b>2,4</b>
<b>Holdings .....</b>	<b>77 992</b>	<b>51 195</b>	<b>26 797</b>	<b>24,4</b>
<b>TOTAL.....</b>	<b>414 903</b>	<b>305 052</b>	<b>109 851</b>	<b>100,0</b>
(Pour mémoire : bénéfices réinvestis non ventilés par secteur économique).....			(- 5 398)	

(a) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 24 mars 1997

A

N

A

L

Y

S

E

S

# LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU PREMIER TRIMESTRE 1997

Au cours du premier trimestre, les *marchés mondiaux de matières premières* ont, dans l'ensemble, progressé.

Les cours des *denrées alimentaires* se sont tous accrûs, à l'exception du blé.

Parmi les *produits agricoles à usage industriel*, les cours de la laine ont sensiblement augmenté, tandis que ceux du caoutchouc et du coton reculaient. Les cours de la pâte à papier, quant à eux, sont restés stables.

Les *produits minéraux* se sont raffermis, notamment le zinc, le nickel et l'aluminium. Seuls, les cours de l'or se sont réduits.

Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars et l'*indice Reuter*, libellé en livres sterling, ont progressé respectivement de 8,7 % et de 6,86 %.

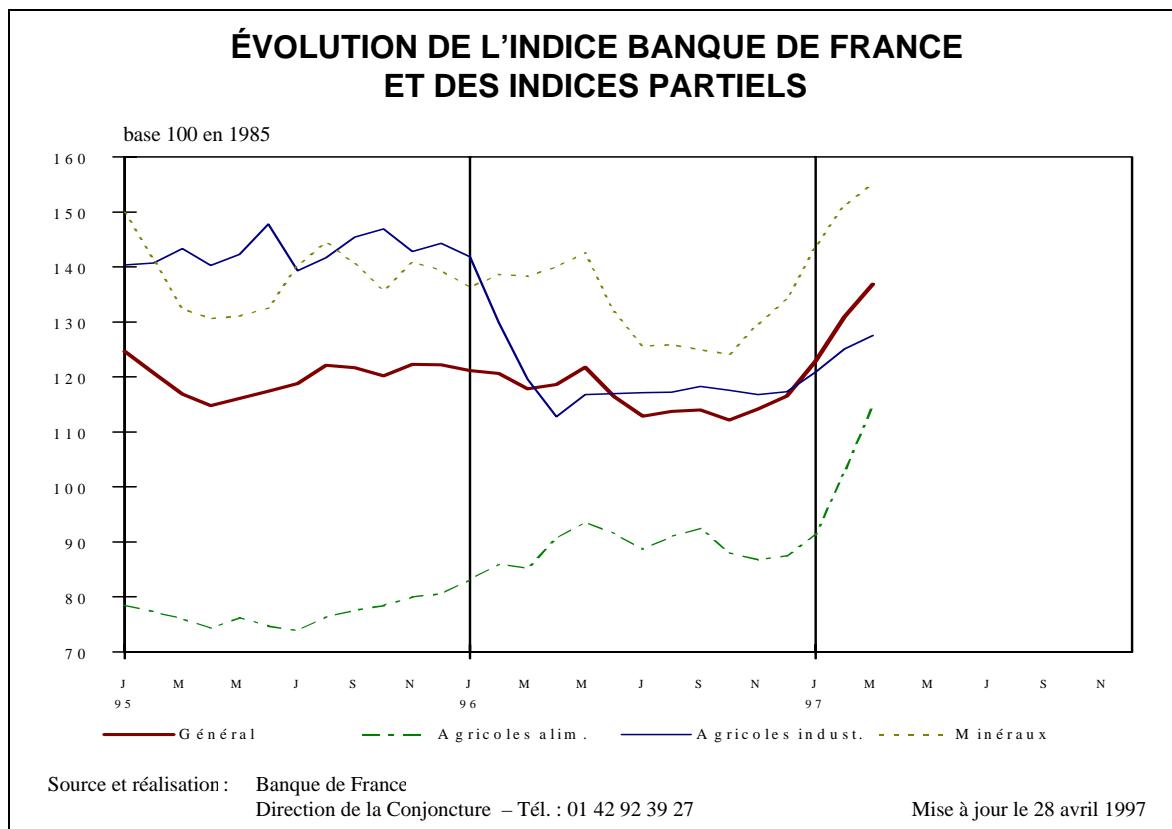
L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, a augmenté de 17,45 % au premier trimestre 1997, le dollar s'appréciant de 9,16 % sur la même période. Les indices partiels relatifs aux coûts des produits alimentaires et des produits agricoles à usage industriel se sont accrûs respectivement de 31,28 % et de 8,72 %. Le sous-indice relatant les coûts des produits minéraux est en hausse de 15,69 %.

S'agissant des cours du *pétrole*, l'offre mondiale soutenue a contribué à faire baisser fortement les prix. Le cours du baril brut de Mer du Nord (Brent) a reculé de 19,7 %, passant de 23,81 dollars, en moyenne, en décembre 1996 à 19,12 dollars en mars 1997.

---

ÉVELYNE FAM  
*Direction de la Conjoncture*  
*Service des Synthèses conjoncturelles*

## 1. Matières premières hors énergie<sup>1</sup>



### 1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires ont augmenté de 31,28 % au cours du premier trimestre, selon l'indice Banque de France, en raison, notamment, de la fermeté du café (+ 29,08 % pour la qualité Robusta, + 70,68 % pour la qualité Arabica), du soja (+ 17,81 % pour les tourteaux, + 18,56 % pour les graines), et, dans une moindre mesure, du cacao (+ 12,76 %).

#### Céréales (blé : - 3,53 % ; maïs : + 14,34 % en cents/boisseau)

Au cours du premier trimestre 1997, les cours du blé ont fléchi de 3,53 %, tandis que ceux du maïs se sont accrus de 14,34 %.

– Les cours du blé marquent une pause depuis le milieu de l'année 1996 et se situent à leur plus bas niveau depuis presque deux ans.

La récolte en Europe devrait s'établir à 93,1 millions de tonnes (+ 3 % sur un an). Elle devrait également progresser en Chine et en Ukraine.

En Amérique du Nord, en revanche, elle devrait être comparable à celle de l'an dernier.

<sup>1</sup> Cette étude retrace la tendance des marchés, telle qu'elle résulte des cours exprimés le plus souvent en dollars et en livres sterling, plus rarement en francs. Les produits suivis ne sont pas tous retenus dans les indices Moody, Reuter, INSEE et Banque de France qui, du reste, ont des systèmes de pondération différents. Aussi, les commentaires ci-après ne permettent-ils pas d'expliquer les variations des indices généraux de matières premières, ni surtout celles de l'indice Banque de France qui représentent l'évolution du coût en francs — donc après prise en compte des fluctuations de change — des seuls produits dont notre pays est importateur net.

Les évolutions sont calculées en glissement d'une fin de trimestre à l'autre.

En Australie et en Argentine, les récoltes attendues seraient respectivement de 13 millions de tonnes et de 17,5 millions, légèrement en recul par rapport aux récoltes record de la campagne précédente.

Au total, la *production* mondiale du blé pour la prochaine campagne céréalière devrait progresser et atteindre 582 millions de tonnes.

La *consommation* mondiale de blé devrait atteindre 574 millions de tonnes, contre 557 millions en 1995-1996.

Malgré la croissance de la demande mondiale, les *stocks* devraient se reconstituer. Ils étaient, en effet, tombés en 1995-1996 au plus bas depuis 1983, à 182 millions de tonnes, contre 231 millions en 1994-1995.

— Après avoir régulièrement baissé durant le second semestre 1996, les cours du *maïs* ont progressé au premier trimestre 1997 de 14,34 % ; ils sont soutenus par des perspectives plus favorables qu'au cours des trimestres précédents.

La *demande* est demeurée ferme, notamment aux États-Unis, et les *stocks* sont restés à des niveaux très bas.

#### ***Soja (tourteaux : + 17,81 % en dollars/tonne ; graines : + 18,56 % en cents/boisseau)***

Après avoir été orientés à la baisse au cours du quatrième trimestre 1996, les cours du *soja* ont enregistré une hausse de 17,81 % pour les tourteaux et de 18,56 % pour les graines au premier trimestre 1997, en raison d'inquiétudes relatives à l'offre.

Bien que les perspectives de *récoltes* en Amérique du Sud s'améliorent avec les pluies abondantes tombées ces dernières semaines, le temps sec qui régnait jusqu'à présent sur le Brésil, deuxième producteur mondial, a poussé les prix à la hausse.

Les récoltes additionnées du Brésil, de l'Argentine et du Paraguay seraient cependant d'environ 42,6 millions de tonnes, soit 4,3 millions de tonnes de plus que la saison dernière.

Au total, pour 1996-1997, la *récolte* mondiale pourrait s'élever à 257,2 millions de tonnes.

La *consommation*, quant à elle, atteindrait 262 millions de tonnes.

Les *stocks* de graines, particulièrement bas dans l'hémisphère nord depuis septembre dernier, sont revenus à 29,7 millions de tonnes début mars aux États-Unis (soit 2,7 millions de tonnes de moins qu'en mars 1996 et 7,6 millions de tonnes de moins qu'en mars 1995).

#### ***Café (Robusta : + 29,08 % en dollars/tonne ; Arabica : + 70,68 % en cents/livre britannique)***

En raison notamment d'un resserrement de l'*offre*, les cours du café de qualité Arabica ont doublé en quelques semaines (soit une progression de + 70,68 % par rapport au trimestre précédent) ; le Robusta, quant à lui, a également progressé, de façon toutefois moins accentuée, marquant une hausse de 29,08 % sur le trimestre.

La décision prise par les membres de l'APC (Association des pays producteurs de café) de réduire de 1,3 million de sacs leurs exportations sur les sept premiers mois de 1997 a contribué à maintenir les prix à un niveau élevé.

De plus, l'Amérique du Sud subit des conditions climatiques difficiles et pourrait connaître une récolte décevante. Ainsi, certaines plantations de Colombie et du Brésil ont souffert récemment de pluies abondantes après une période de sécheresse, ce qui pourrait réduire la récolte de ces deux pays qui concentrent un tiers des exportations mondiales.

Au total, la *récolte* mondiale 1996-1997 s'élèverait à 95,6 millions de sacs, dont 63 millions de sacs de qualité Arabica et 32,6 millions de sacs de qualité Robusta.

La *consommation* mondiale totale, quant à elle, est estimée à 99 millions de sacs.

Par ailleurs, le niveau des *stocks* mondiaux s'est sensiblement réduit, rendant le marché beaucoup plus volatil. Selon les statistiques de l'USDA (département américain de l'Agriculture), les stocks chez les producteurs seraient tombés à 29 millions de sacs de 60 kg, ce qui représente le plus faible niveau depuis 1980. Ceux des consommateurs, qui totalisaient plus de 20 millions de sacs en 1993 et qui s'étaient réduits de plus de la moitié pour atteindre leur minimum au début de l'année 1996, ne se redressent que lentement.

#### **Sucre (+ 1,07 % en dollars/tonne)**

Après avoir enregistré pendant trois trimestres consécutifs une baisse en raison, notamment, d'une offre excédentaire, les cours du sucre sont en légère progression (+ 1,07 % au premier trimestre 1997) malgré des conditions toujours peu favorables.

En dépit d'un recul de la *production* brésilienne d'environ 10 %, l'USDA estime à 124 millions de tonnes la production mondiale de sucre en 1996-1997, en hausse de 1,2 % par rapport au record de 122,5 millions de tonnes établi lors de la campagne précédente.

De son côté, la *consommation* ne devrait pas dépasser 119,7 millions de tonnes.

Les prix pourraient donc de nouveau être orientés à la baisse en raison des surplus de production pour la saison 1996-1997 et de l'accumulation des stocks, qui représentaient 42,6 millions de tonnes en début de saison.

#### **Cacao (+ 12,76 % en livres sterling/tonne)**

Les cours du *cacao*, orientés à la baisse depuis le deuxième trimestre 1996, ont enregistré une hausse de 12,76 % au premier trimestre 1997.

L'Organisation internationale du cacao (ICCO) estime que la *production* mondiale 1996-1997 s'établira en baisse de 10 % environ par rapport à celle de la campagne précédente, à 2 622 000 tonnes, contre 2 900 000 tonnes.

Ce fort recul de l'offre s'explique en partie par le fait que le Brésil devrait connaître sa récolte la plus faible depuis 30 ans en raison de conditions climatiques défavorables.

Cette situation pourrait être aggravée par un recul de la production en Afrique de l'Ouest, qui regroupe 60 % de la production mondiale.

Sur la base de ces prévisions mondiales, la campagne 1996-1997 devrait dégager un déficit de l'*offre* par rapport à la *demande* d'environ 145 000 tonnes. La situation serait donc inverse de celle connue à l'issue de la saison précédente, où un excédent de 161 000 tonnes avait été constitué.

Les *stocks* totaux de cacao en fèves, quant à eux, devraient baisser à 1 162 000 tonnes à la fin de la campagne, ce qui représenterait environ cinq mois de broyages mondiaux.

### **1.2. Produits agricoles à usage industriel**

Les cours des produits agricoles à usage industriel retenus dans l'indice Banque de France ont enregistré une hausse de 8,76 % pendant la période sous revue.

#### ***Caoutchouc* (- 0,5 % en cents malais/kg)**

Les cours du *caoutchouc* poursuivent leur repli entamé depuis le début de l'année 1996 et marquent un léger recul de 0,5 % au cours du trimestre.

Pour 1997, la *demande* mondiale attendue est de 6,34 millions de tonnes, en augmentation de seulement 3,8 % sur celle de 1996, ce qui représente un rythme de croissance inférieur à celui de l'année 1995.

En effet, si la consommation est en progression en Asie et en Amérique du Nord, elle est peu soutenue en Europe.

Les *stocks* ont légèrement diminué par rapport au trimestre précédent.

La *production* mondiale, quant à elle, atteindrait 6,24 millions de tonnes.

Par ailleurs, le nouvel accord international sur le caoutchouc naturel est entré en vigueur le 6 février pour une durée provisoire de douze mois. Un stock régulateur de 400 000 tonnes financé par les exportateurs et les importateurs assurera ce dispositif. Le prix de référence du caoutchouc est fixé à 206,68 cents. De ce fait, le stock régulateur peut se vendre à partir de 247,19 cents par kilogramme, tandis qu'il doit s'acheter à compter de 182,71 cents.

#### ***Textiles* (Coton : - 1,43 % en cents/livre britannique ; Laine : + 9,27 % en cents australiens/kg)**

Les cours du *coton*, affectés par des perspectives peu favorables, enregistrent un recul de 1,43 %.

La *production* mondiale est attendue en légère hausse, à 19,43 millions de tonnes en 1997-1998 (contre 19 millions de tonnes en 1996-1997).

La stagnation de la *demande* perdure ; la consommation mondiale ne devrait pas dépasser 19 millions de tonnes.

Les *stocks* mondiaux ne varieraient pratiquement pas, se maintenant au-dessus de 9 millions de tonnes (pour une grande part localisés aux États-Unis), ce qui correspond à un peu plus de cinq mois de consommation.

Pour leur part, les prix de la *laine* se sont accrus de 9,27 % au cours du premier trimestre 1997.

La *demande* mondiale devrait progresser de 2 % cette année.

Par ailleurs, l'*offre* australienne devrait être stable cette saison, à 640 millions de kilogrammes.

#### ***Pâte à papier* (0 % en dollars/tonne)**

Les cours de la pâte à papier, qui avaient fortement chuté en début d'année 1996, sont restés stables depuis le début 1997.

Bien que la *demande* soit soutenue, notamment en Europe, elle semble cependant insuffisante pour provoquer, à court terme, une remontée des prix.

Les *stocks*, qui se situaient déjà à un niveau élevé au trimestre précédent, continuent de s'étoffer.

### 1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux retenus dans l'indice Banque de France se sont redressés de 15,69 % au premier trimestre 1997, avec des hausses particulièrement marquées pour le zinc et le nickel.

#### **Aluminium (+ 8,58 % en dollars/tonne)**

Au cours du premier trimestre 1997, les cours de l'*aluminium* ont enregistré une nouvelle hausse de 8,58 %, en raison d'une demande soutenue et d'un mouvement de restockage des utilisateurs.

La *demande* mondiale devrait, en effet, progresser de 2 % à 3 % cette année (contre une régression de 0,5 % en 1996) notamment en Europe, au Japon et aux États-Unis.

Au *London Metal Exchange* (LME), les *stocks* ont légèrement reculé et représentent environ 950 000 tonnes, soit dix semaines de consommation.

Du côté de l'*offre*, la production de la CEI devrait être en baisse.

Au total, la *consommation* d'aluminium pourrait dépasser la *production* de 0,4 million de tonnes en 1997.

#### **Cuivre (+ 6,9 % en dollars/tonne)**

Les cours du *cuivre* poursuivent leur hausse et sont en progression de 6,9 % au cours de la période sous revue, l'*offre* et la *demande* étant pratiquement équilibrées.

Après avoir fortement reculé au quatrième trimestre 1996, les *stocks* entreposés au LME se sont légèrement regarnis et représentent environ 180 000 tonnes. Ils sont toutefois inférieurs de 37 % à ceux d'il y a un an et sont jugés historiquement bas (ils ne représentent que 3 à 4 semaines de consommation).

La *demande* est vigoureuse dans le secteur du bâtiment en Europe mais surtout aux États-Unis et devrait également augmenter sensiblement dans les pays en voie de développement.

Le marché reste cependant attentif au comportement de la Chine qui pourrait, en effet, importer plus de 1 million de tonnes de cuivre en 1997.

#### **Étain (+ 1,2 % en dollars/tonne)**

Après avoir fortement baissé en 1996, les cours de l'*étain* enregistrent une hausse de 1,2 % au premier trimestre 1997 malgré des perspectives peu favorables.

La *production* mondiale devrait augmenter de 11 000 tonnes d'ici à 1998 pour atteindre 157 300 tonnes.

Parallèlement, la *consommation* devrait progresser cette année de 2,1 % (contre une baisse de 1,5 % l'année précédente).

Cependant, la hausse des capacités productives devrait largement compenser l'accroissement de la demande et conduire à un excédent de l'*offre*.

Les *stocks* entreposés au LME sont restés stables et atteignent 10 000 tonnes.

**Nickel (+ 20,1 % en dollars/tonne)**

Les prix du *nickel* ont fortement progressé (+ 20,1 % au premier trimestre) ; ils sont stimulés par un resserrement de l'*offre* lié à la moindre capacité d'exportation de la Russie.

En effet, les grèves qui ont affecté le complexe de Norilsk, premier site de production du monde, ainsi que l'accroissement de la demande interne russe ont inquiété les pays industrialisés, le nickel étant indispensable pour la fabrication des aciers spéciaux.

Ainsi, la *production* de Norilsk, qui s'était déjà contractée à 180 000 tonnes en 1996, devrait de nouveau connaître une baisse de l'ordre de 10 000 tonnes en 1997.

Parallèlement, les *stocks* entreposés au LME sont restés stables pendant le trimestre et s'établissent à 50 000 tonnes environ.

**Plomb (+ 0,7 % en dollars/tonne)**

En dépit d'une évolution contrastée d'un mois à l'autre, les prix du *plomb* se sont accrus de 0,7 % au premier trimestre.

Les températures très basses en Europe et aux États-Unis, en début d'année, se sont traduites par une demande soutenue.

La hausse des cours a toutefois été contenue en raison du volume important des exportations chinoises.

Les *stocks* entreposés au LME sont restés stables et atteignent 100 000 tonnes.

**Zinc (+ 21,19 % en dollars/tonne)**

Les cours du *zinc* ont marqué un net retournement à la hausse en progressant de 21,19 % au premier trimestre 1997 et se situent à leur plus haut niveau depuis quatre ans.

La *demande* mondiale semble vigoureuse pour les produits galvanisés, principale utilisation industrielle du zinc aux États-Unis, en Amérique latine et en Asie ; elle se redresse en Europe et au Japon.

Dans le même temps, l'*offre* se resserre. Ainsi, certains sites de production, devenus non rentables en raison de la faiblesse passée des cours, ont fermé.

Les *stocks* de zinc au LME représentent moins de 500 000 tonnes et ne couvrent plus que six semaines et demie de consommation.

Au total, le marché du zinc, qui a déjà accusé un déficit en 1995 et 1996, devrait rester déficitaire d'environ 227 000 tonnes cette année.

**Métaux précieux (Or : - 4,52 % en dollars/once ; argent : + 8,08 % en dollars/once ; platine : + 2,3 % en dollars/once)**

Les cours de l'*argent* et du *platine* se sont appréciés au premier trimestre 1997, tandis que ceux de l'*or* reculaient jusqu'à leur plus bas niveau depuis 1993.

– Les prix de l'*or* ont ainsi fléchi de 4,52 % à la suite, notamment, des craintes de vente des réserves officielles par le Fonds monétaire international et les banques centrales européennes.

La *demande* d'or demeure cependant importante depuis le début de l'année. De plus, certains producteurs miniers d'Afrique du Sud pourraient commencer à réduire leur production, les coûts d'extraction dépassant le prix de vente du métal.

– Les cours de l'*argent*, après avoir baissé régulièrement tout au long de l'année 1996, se sont orientés à la hausse (8,08 % sur le trimestre).

En 1997, le marché devrait être déficitaire avec une *demande* attendue à 22 373 tonnes et une *offre* à 17 743 tonnes.

Parallèlement, les *stocks* se situent à environ 14 000 tonnes, leur plus faible niveau depuis quarante-cinq ans.

– Les prix du *platine*, en repli depuis deux ans, se sont accrus de 2,36 % au cours de ce trimestre, notamment en raison de la désaffection pour l'or.

## 2. Le pétrole

Les cours du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, après avoir progressé tout au long de l'année 1996 en raison de la faiblesse des stocks dans les pays consommateurs et de la situation d'instabilité régnant au sein de l'OPEP, ont fléchi de 19,7 % par rapport à décembre 1996 cotant, en moyenne, 19,12 dollars en mars 1997.

Les cours du *Dubaï* et du *WTI (West Texas Intermediate)* ont baissé respectivement de 16,11 % et de 15,81 % au cours du premier trimestre.

La *demande*, peu soutenue au cours de la période en raison de la fin de l'hiver dans l'hémisphère nord, n'augmentera que de 1,5 million de barils/jour en 1997 pour se situer à 73,7 millions de barils/jour.

Parallèlement, l'*offre* serait en hausse de 2,5 à 3 millions de barils/jour cette année.

Ainsi, la production non OPEP devrait être de 45,4 millions de barils/jour ; elle serait inférieure aux précédentes prévisions en raison, notamment, de conditions climatiques anormales, de problèmes techniques en Mer du Nord, en Australie et dans le Golfe du Mexique depuis le début de l'année.

En revanche, l'*offre* de pétrole brut provenant de l'OPEP a continué de progresser, pour atteindre le niveau record de 26,77 millions de barils/jour (le quota officiel étant fixé à 25,03 millions de barils/jour).

À l'exception de l'Iran, les producteurs membres ont accru leur production dans des proportions sensibles.

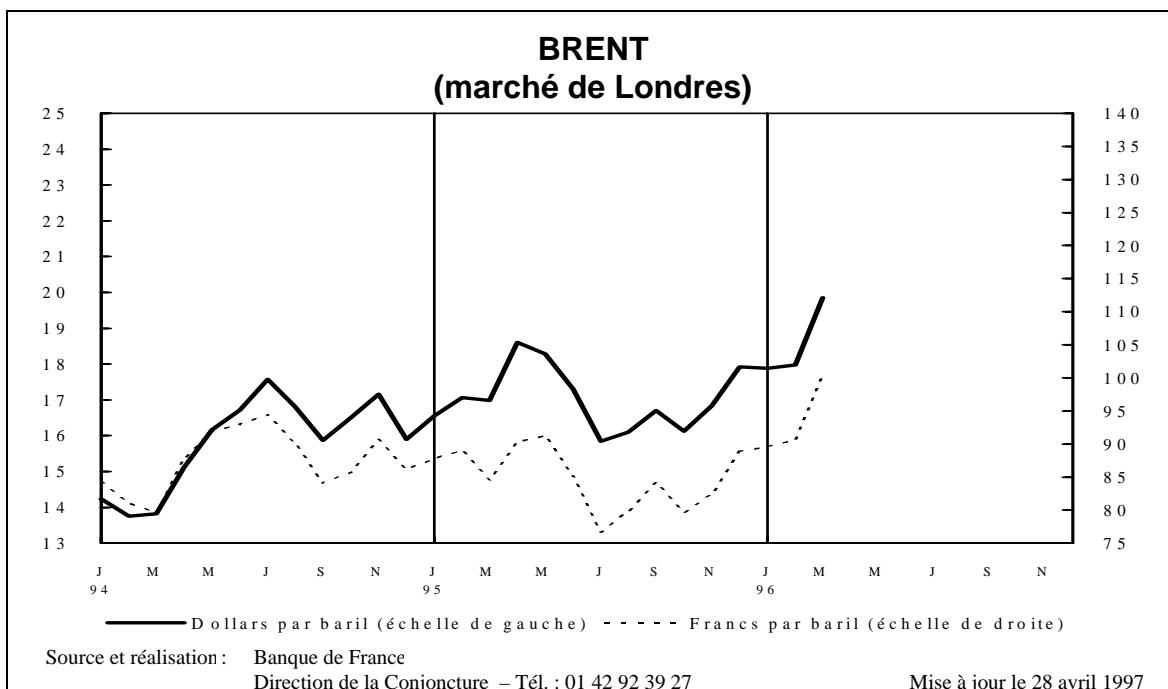
Les exportations de l'Irak s'établissent à environ 548 000 barils/jour depuis l'entrée en vigueur de la résolution de l'ONU « pétrole contre nourriture » et contribuent également à l'augmentation de la production de l'OPEP. En outre, l'Irak escompte un doublement de ses exportations de brut lors du renouvellement, en mai, de l'accord avec l'ONU.

Au total, la crainte d'un excès de l'*offre* par rapport à la demande semble redoutée au sein même de l'OPEP. Une baisse des prix au deuxième trimestre peut être envisagée, compte tenu, notamment, de la faiblesse de la demande saisonnière.

## ANALYSES

### Les marchés de matières premières au premier trimestre 1997

Analyses



<b>INDICES GÉNÉRAUX DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES</b>				
(moyenne annuelle)				
Années	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1991 .....	103,45	92,75	1 026,71	1 682,69
1992 .....	91,24	82,56	987,11	1 596,14
1993 .....	90,41	81,24	1 056,55	1 668,91
1994 .....	108,93	96,89	1 287,78	1 978,22
1995 .....	119,84	102,72	1 471,83	2 229,50
1996 .....	116,68	94,59	1 491,01	2 013,29

<b>INDICES DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES (hors énergie)</b>					
(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)					
Indices	Décembre 1996	Janvier 1997	Février 1997	Mars 1997	Variation mars 1997/ décembre 1996
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995).....	116,53	122,95	130,92	136,87	17,45
– Produits alimentaires (23,43 %).....	87,48	91,24	102,61	114,84	31,28
– Produits agricoles à usage industriel (25,21 %).....	117,28	120,93	125,12	127,51	8,72
– Produits minéraux (51,35 %).....	134,05	143,70	151,27	155,08	15,69
Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931).....	1 431,08	1 456,44	1 497,80	1 555,54	8,70
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931).....	1 860,15	1 919,38	1 961,05	1 987,82	6,86
Cours du dollar à Paris (en francs).....	5,24	5,41	5,66	5,72	9,16
Cours de la livre sterling à Paris (en francs).....	8,72	8,99	9,19	9,20	5,50

## ANALYSES

## Les marchés de matières premières au premier trimestre 1997

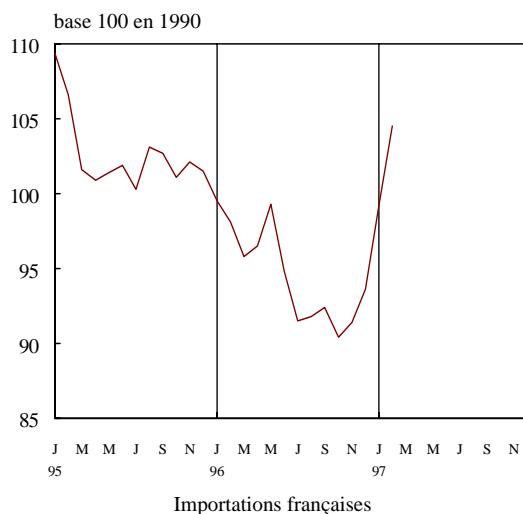
**ÉVOLUTION DES COURS DES PRINCIPAUX PRODUITS  
SUR LEUR PLACE DE COTATION**

(moyenne mensuelle – variation en pourcentage)

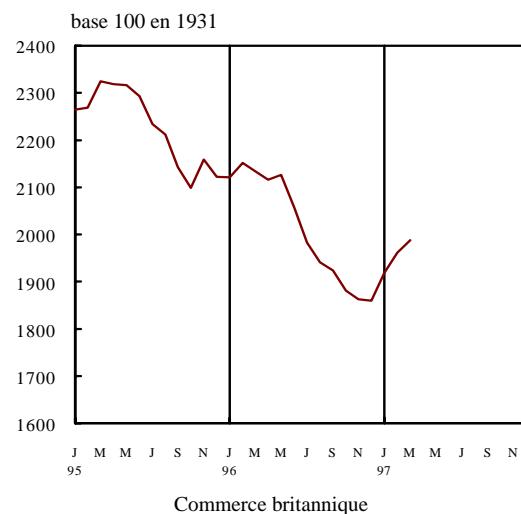
Produits (pondération dans l'indice Banque de France)	Place de cotation	Unités	Décembre 1996	Janvier 1997	Février 1997	Mars 1997	Variation mars 1997/ décembre 1996
<b>PRODUITS ALIMENTAIRES</b>							
Blé.....	CHICAGO	cents/boisseau	393,82	381,69	363,21	379,91	- 3,53
Maïs.....	CHICAGO	cents/boisseau	267,07	268,17	280,25	305,38	14,34
Café Robusta (1,99 %).....	LONDRES	dollars/tonne	1 303,10	1 413,45	1 562,25	1 682,00	29,08
Café Arabica (3,42 %).....	NEW YORK	cents/ livre britannique	117,74	127,55	168,26	200,96	70,68
Soja – tourteaux (9,61 %).....	CHICAGO	dollars/tonne	231,34	231,83	247,89	272,55	17,81
Soja – graines (1,46 %).....	CHICAGO	cents/boisseau	699,83	729,53	763,18	829,71	18,56
Sucre.....	PARIS	dollars/tonne	303,10	301,28	305,21	306,34	1,07
Cacao (3,53 %).....	LONDRES	livres sterling/ tonne	869,48	885,00	859,45	980,45	12,76
<b>PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS</b>							
Pâte à papier (11,51 %).....	PARIS	dollar/tonne	560,00	560,00	560,00	560,00	0,00
Caoutchouc (2,17 %).....	KUALA LUMPUR	cents malais/kg	122,13	121,37	120,62	121,52	- 0,50
Coton (2,55 %).....	NEW YORK	cents/ livre britannique	75,34	74,31	73,73	74,26	- 1,43
Laine (3,37 %).....	SYDNEY	cents australiens/kg	664,24	705,36	704,75	725,80	9,27
<b>PRODUITS MINÉRAUX</b>							
Aluminium (13,07 %).....	LONDRES	dollars/tonnes	1 500,97	1 574,69	1 579,94	1 629,76	8,58
Cuivre (12,94 %).....	LONDRES	dollars/tonnes	2 265,79	2 434,34	2 410,08	2 422,05	6,90
Étain (0,62 %).....	LONDRES	dollars/tonnes	5 822,74	5 870,11	5 881,06	5 892,88	1,20
Nickel (4,33 %).....	LONDRES	dollars/tonnes	6 572,26	7 074,43	7 702,68	7 893,45	20,10
Plomb (0,22 %).....	LONDRES	dollars/tonnes	690,26	691,07	657,09	695,10	0,70
Zinc (1,48 %).....	LONDRES	dollars/tonnes	1 035,82	1 086,50	1 178,93	1 255,34	21,19
Or.....	NEW YORK	dollars/once	369,33	355,50	348,57	352,65	- 4,52
Argent (1,73 %).....	NEW YORK	dollars/once	479,88	476,02	508,49	518,64	8,08
Platine (1,33 %).....	NEW YORK	dollars/once	373,11	359,72	370,33	381,69	2,30
<b>PÉTROLE</b>							
Prix spot depuis le 01.01.1990							
BRENT .....	LONDRES	dollars/baril	23,81	23,55	20,92	19,12	- 19,70
DUBAÏ.....	LONDRES	dollars/baril	21,67	21,44	18,77	18,18	- 16,11
WTI .....	LONDRES	dollars/baril	24,86	25,12	22,17	20,93	- 15,81

## INDICES GÉNÉRAUX

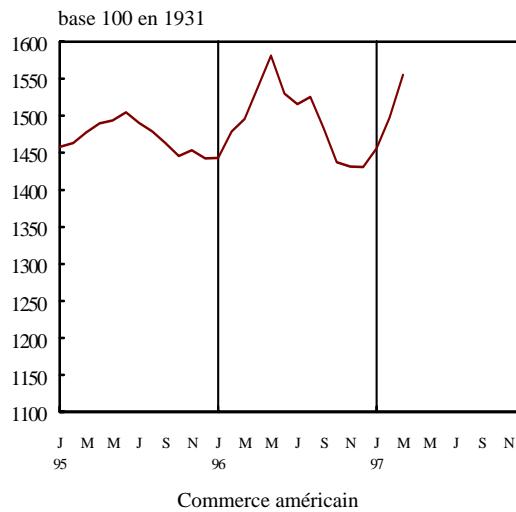
### INSEE EN FRANCS



### REUTER EN LIVRES STERLING



### MOODY EN DOLLARS

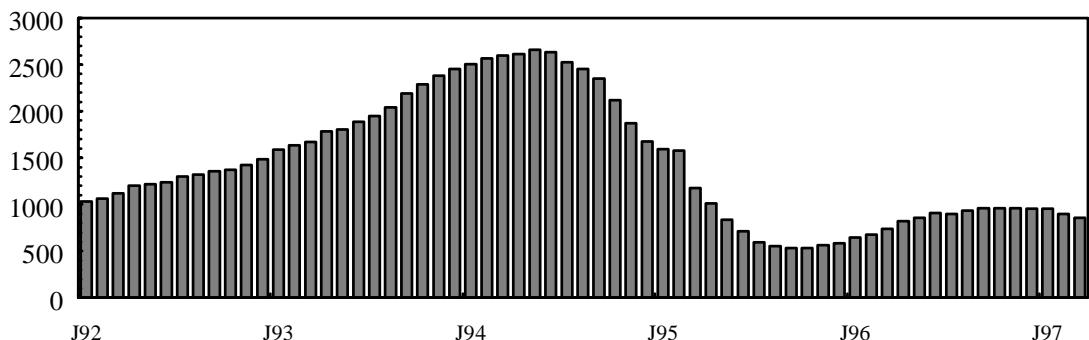


NB : l'évolution des indices généraux peut présenter de notables divergences du fait tant de leur composition (Moody composé en majorité de matières premières industrielles, Reuter composé en majorité de matières premières alimentaires) et des systèmes de pondération que des monnaies retenues pour les construire (dollar des États-Unis pour le Moody, livre sterling pour le Reuter, franc français pour les indices INSEE et Banque de France).

## MÉTAUX NON FERREUX Évolution des stocks

### ALUMINIUM

en milliers de tonnes



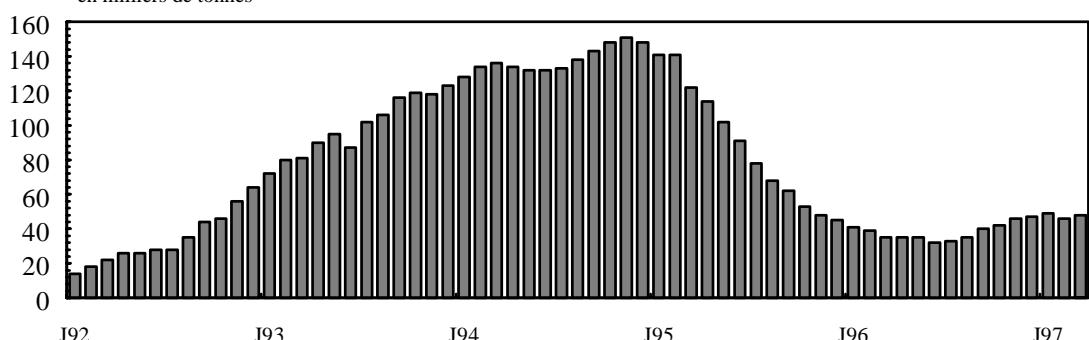
Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 2 mai 1997

### NICKEL

en milliers de tonnes



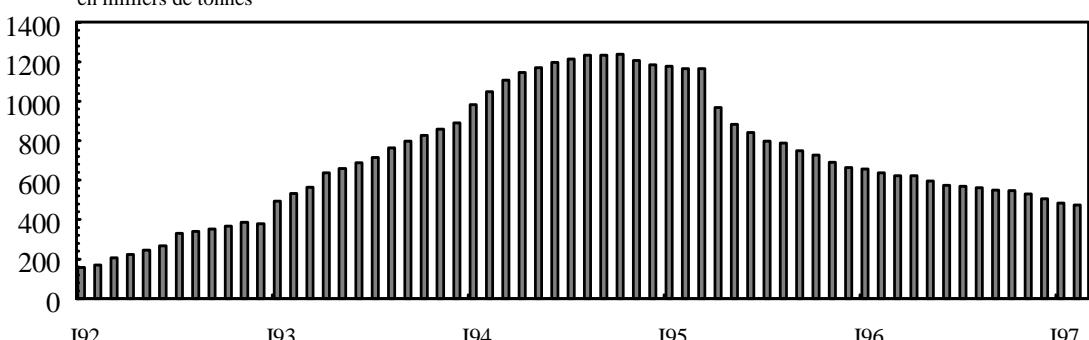
Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 2 mai 1997

### ZINC

en milliers de tonnes



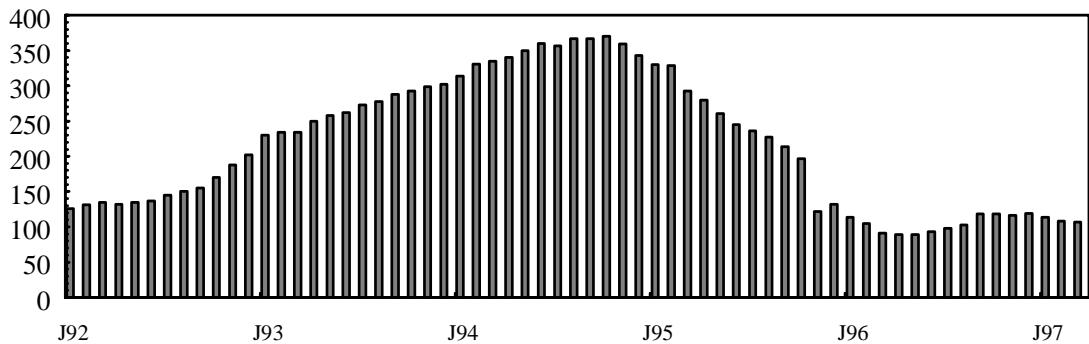
Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 2 mai 1997

**PLOMB**

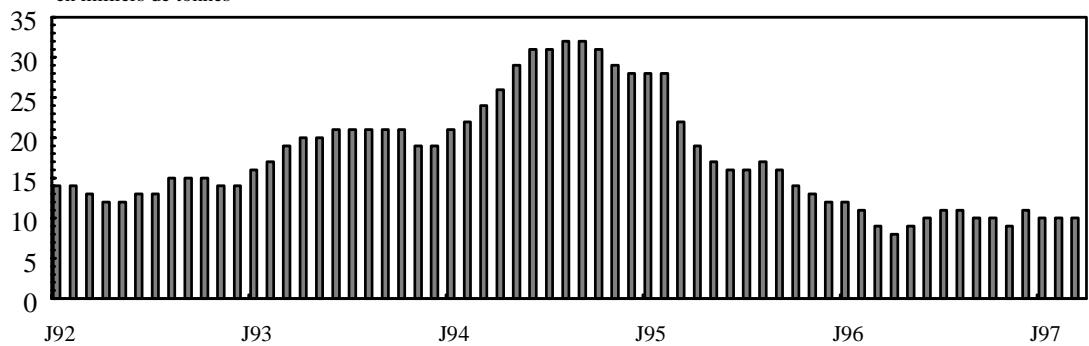
en milliers de tonnes

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 2 mai 1997

**ÉTAIN**

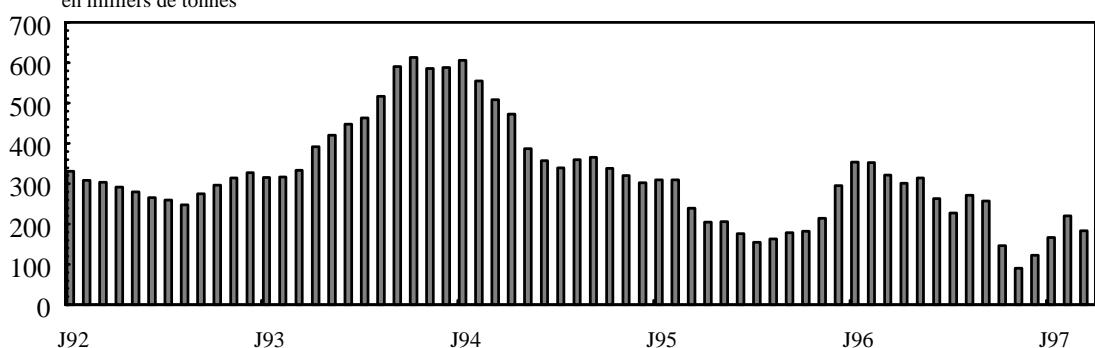
en milliers de tonnes

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 2 mai 1997

**CUIVRE**

en milliers de tonnes

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 2 mai 1997

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# LE PATRIMOINE EN VALEURS MOBILIÈRES DES PERSONNES PHYSIQUES À FIN DÉCEMBRE 1996

*Cette étude fait la synthèse des informations disponibles à périodicité annuelle sur la diffusion des valeurs mobilières parmi les personnes physiques, selon le montant du portefeuille, l'âge et la catégorie socio-professionnelle du détenteur<sup>1</sup>.*

Les données utilisées autorisent une analyse précise des placements des personnes physiques, en permettant d'une part de différencier les établissements où sont déposés les titres et d'autre part de croiser les informations selon les trois critères précédemment cités avec celles relatives aux capitaux investis dans les différentes valeurs (actions, obligations, titres d'OPCVM).

Parmi les évolutions mises en évidence dans la présente étude, *on relève, notamment, le désengagement très important de toutes les catégories de ménages vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires*. On constate par ailleurs, comme les années précédentes, que, en dépit d'une meilleure diffusion des valeurs mobilières, *la concentration des portefeuilles reste forte puisque plus de 60 % de*

<sup>1</sup> Les résultats de l'étude à fin 1995 ont été publiés dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 33 (septembre 1996).

*l'encours global se trouve logé dans environ 10 % des comptes des établissements dépositaires de titres participant à l'enquête<sup>1</sup>. Les portefeuilles les plus importants sont composés d'actions dans une proportion sensiblement plus forte que la moyenne, qui croît avec l'âge et le niveau socio-professionnel ; ils ont donc bénéficié plus largement de la forte valorisation enregistrée en 1996 par cette catégorie de valeurs.*

Fin 1996, on dénombrait 12,1 millions de comptes-titres ouverts par les personnes physiques (environ – 10 % par rapport à décembre 1995). Celles-ci occupent désormais, en termes de montants, le deuxième rang parmi les détenteurs de valeurs mobilières, après le secteur des entreprises d'assurance et caisses de retraite. Le portefeuille moyen par compte-titres s'élevait à 154,6 milliers de francs (contre 137,6 milliers à la fin de l'année précédente).

Les résultats complets de l'enquête-titres 1996 figurent dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 40 (avril 1997).

---

MONIQUE CHOCRON  
LYDIE MARCHAND  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

---

<sup>1</sup> Les plus grandes banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, le Trésor public, La Poste et les caisses d'épargne, échantillon identique à celui de l'enquête-titres au quatrième trimestre 1996 et sur l'année entière 1996 (*Bulletin de la Banque de France* n° 40 – avril 1997) mais plus large que celui sur lequel repose l'enquête « Transactions » figurant dans le présent *Bulletin*.

## 1. Le portefeuille des ménages

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES</b>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1995	Décembre 1996	Décembre 1996/ Décembre 1995	Décembre 1995	Décembre 1996
	ACTIONS.....	379 671	441 984	16,4	
Françaises.....	324 908	374 351	15,2	17,6	20,0
Étrangères.....	54 763	67 633	23,5	3,0	3,6
OBLIGATIONS.....	536 970	541 389	0,8		
Françaises.....	522 165	519 287	- 0,6	28,3	27,7
Étrangères.....	14 805	22 102	49,3	0,8	1,2
TITRES D'OPCVM .....	928 008	888 815	- 4,2		
OPCVM monétaires .....	329 204	254 509	- 22,7	17,8	13,6
Autres titres d'OPCVM.....	598 804	634 306	5,9	32,5	33,9
<b>TOTAL.....</b>	<b>1 844 649</b>	<b>1 872 188</b>	<b>1,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

### 1.1. Évolution du portefeuille-titres des ménages

Sur l'ensemble de l'année 1996, le portefeuille-titres des ménages a progressé de 1,5 % grâce à l'évolution des cours boursiers.

Les désengagements des personnes physiques vis-à-vis de l'ensemble des titres d'OPCVM se sont poursuivis, mais à un rythme moins soutenu que l'année précédente (- 4 %, contre - 15 %). Cette évolution négative est à mettre au compte des titres d'OPCVM monétaires (- 22,7 %, contre - 24,0 % en 1995).

On observe par ailleurs que, corrigés de l'évolution des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises ont diminué d'environ 10 % malgré les privatisations, il est vrai de faible montant, des entreprises AGF et Renault réalisées en cours d'année. Les portefeuilles en obligations françaises ont également diminué en volume, de l'ordre de 7 %.

### 1.2. Nombre de comptes-titres et compte-titres moyen

Le nombre de comptes-titres ouverts à des personnes physiques — clients des établissements informateurs de l'enquête-titres — s'est établi au 31 décembre 1996 à 12 113 074, contre 13 405 111 à la fin de l'année précédente, soit une diminution de 9,6 % (contre - 7,8 % en 1995).

Ainsi, le portefeuille moyen par compte-titres, qui atteignait 154,6 milliers de francs à fin décembre 1996, contre 137,6 milliers un an plus tôt, a augmenté de manière significative (+ 12,3 %).

Les composantes du portefeuille moyen de toutes les catégories de titres ont progressé à l'exception de celle des titres d'OPCVM monétaires (+ 29 % pour les actions, + 12 % pour les obligations et + 18 % pour les titres d'OPCVM non monétaires).

En conséquence, la diminution du nombre de comptes-titres en 1996 évoquée précédemment, plus importante encore qu'en 1995 (9,6 %, contre 7,8 %), paraît liée, pour une large part, aux fermetures de comptes opérées, au cours de l'année sous revue, à l'occasion des rachats de titres d'OPCVM monétaires.

Rappelons enfin que, selon l'enquête PEA de la Banque de France, le nombre de plans d'épargne en actions a diminué d'environ 25 000 unités entre décembre 1995 et décembre 1996 (contre 134 000 unités environ au cours de l'année 1995).

## 2. La clientèle des personnes physiques

Les indications socio-démographiques (catégories socio-professionnelles, âge) et financières (montant du portefeuille) sont issues d'échantillons différents, dans la mesure où tous les établissements informateurs des enquêtes de la Banque de France ne délivrent pas systématiquement la ventilation des comptes-titres qu'ils gèrent selon ces trois critères. Ces échantillons sont toutefois largement représentatifs.

**2.1. Répartition par profession et catégorie socio-professionnelle**

VENTILATION DU NOMBRE DE COMPTES ET DE LA VALEUR DES PORTEFEUILLES (a)								
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Total des portefeuilles
		Actions françaises	Obligations françaises (b)	Actions étrangères	Obligations étrangères	Titres d'OPCVM		
						monétaires	autres	
Agriculteurs								
1995 .....	4,4	2,4	5,6	1,4	3,0	3,7	3,2	4,0
1996 .....	4,7	2,3	6,0	1,5	3,1	4,0	3,4	4,1
Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (c)								
1995 .....	0,9	2,6	1,0	2,6	2,7	4,8	2,6	2,5
1996 .....	0,9	3,5	1,0	2,7	2,2	5,2	2,7	2,6
Artisans et petits commerçants								
1995 .....	4,1	3,5	3,8	1,7	3,1	4,5	3,6	3,8
1996 .....	4,4	3,1	4,1	1,6	4,0	5,0	3,8	3,9
Professions libérales								
1995 .....	2,2	4,5	2,0	5,5	1,9	5,1	3,5	3,5
1996 .....	2,3	4,4	2,0	5,0	1,5	5,7	4,0	3,7
Cadres supérieurs								
1995 .....	7,3	17,6	6,5	15,5	7,8	15,3	10,8	11,4
1996 .....	7,8	18,1	6,8	15,7	7,8	16,3	11,6	11,9
Professions intermédiaires (d)								
1995 .....	9,9	8,6	7,1	5,7	3,3	8,6	8,3	7,9
1996 .....	10,2	8,5	7,2	5,7	3,3	8,2	8,3	7,8
Salariés non cadres								
1995 .....	21,3	10,3	15,2	4,4	7,7	12,7	13,9	13,3
1996 .....	21,6	9,9	15,5	4,4	8,1	11,4	13,1	12,8
Personnes non actives								
1995 .....	48,6	48,7	57,6	59,3	41,4	42,9	52,1	51,7
1996 .....	46,7	47,5	56,0	59,1	40,8	41,3	51,1	50,9
Non-résidents								
1995 .....	1,3	1,8	1,1	3,9	29,2	2,5	1,9	1,9
1996 .....	1,4	2,6	1,4	4,3	29,1	3,0	2,1	2,3
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 46,7% des portefeuilles recensés dans l'enquête.  
(b) Y compris titres participatifs  
(c) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans l'ancienne classification.  
(d) Correspond à « cadres moyens » dans l'ancienne classification.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

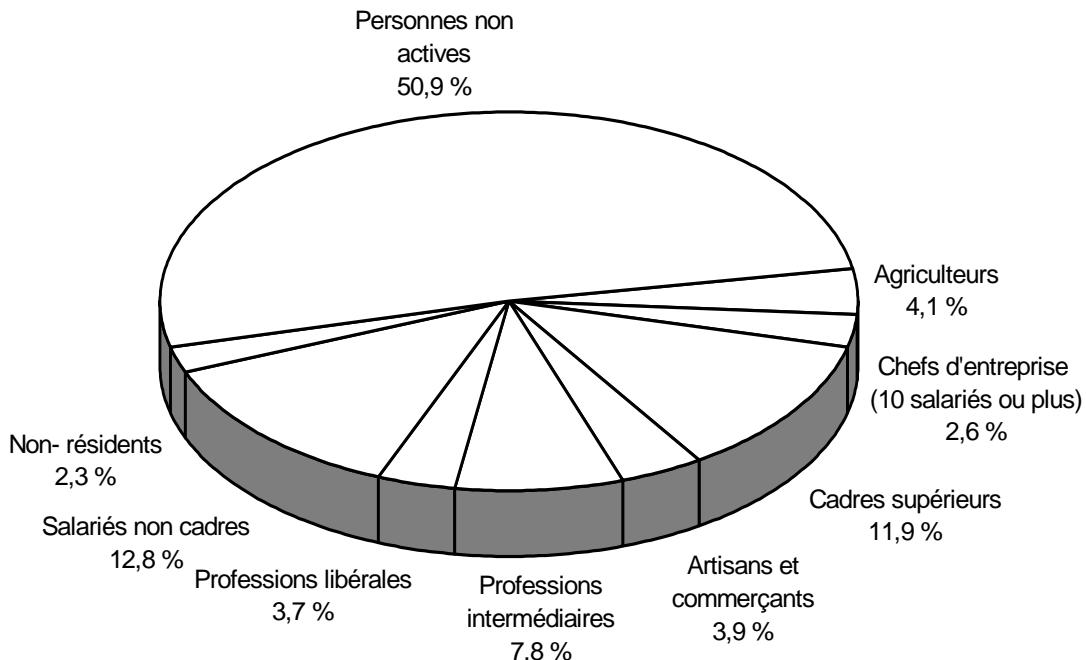
Mise à jour le 23 avril 1997

### 2.1.1. Répartition des portefeuilles par catégories de valeurs

On observe tout d'abord, dans le tableau ci-dessus, une diminution du nombre de comptes-titres des personnes non actives (de l'ordre de 2 points) au profit de toutes les autres catégories de ménages.

Les personnes non actives restent les plus gros détenteurs de valeurs mobilières et ce, quel que soit le type d'instrument considéré, même si leur part relative dans le total des portefeuilles a légèrement diminué en 1996 (50,9 %, contre 51,7 %). Cette catégorie a notamment perdu 1,6 point de détention de titres d'OPCVM monétaires ; il en est de même pour les salariés non cadres. Le rééquilibrage s'est effectué principalement au profit des cadres supérieurs et des professions libérales.

### RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR PROFESSION ET CATÉGORIE SOCIO-PROFESSIONNELLE en 1996



Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 28 juin 1999

### 2.1.2. Structure des portefeuilles par catégories de valeurs

L'examen de la structure des portefeuilles des différentes catégories de ménages (cf. tableau ci-après) montre que les avoirs en titres de deux seulement des neuf groupes considérés, contre 6 en 1995, sont composés pour plus de la moitié de titres d'OPCVM (59 % pour les chefs d'entreprise et 55 % pour les professions libérales). Pour les autres, cette part reste comprise entre 39 % (les agriculteurs) et 49 % (les cadres supérieurs).

La part des titres d'OPCVM monétaires a diminué pour toutes les catégories de ménages (entre 4 points et 9 points). À l'inverse, celle des titres d'OPCVM non monétaires a progressé pour tous les ménages à l'exception des ménages non résidents (de l'ordre de 1 à 4 points).

Les plus fortes variations des portefeuilles d'obligations ont concerné les salariés non cadres et les artisans et petits commerçants (+ 2,4 points et + 1,9 point).

La part en actions françaises a progressé pour tous les groupes, particulièrement pour les chefs d'entreprise (+ 8 points) et pour les ménages non résidents (+ 7 points).

### 2.1.3. Portefeuille moyen par catégorie socio-professionnelle

On observe que l'importance relative du portefeuille moyen de chaque catégorie socio-professionnelle par rapport au portefeuille moyen de l'ensemble des personnes physiques (cf. 1.2.) est restée sensiblement la même qu'en 1995.

À la fin de l'année 1996, suivant les tendances des années précédentes, les chefs d'entreprise détenaient 3 fois le portefeuille moyen des personnes physiques et 5 fois celui des salariés non cadres.

Les portefeuilles moyens des catégories sociales les plus modestes (salariés non cadres, professions intermédiaires, artisans et petits commerçants, agriculteurs) étaient compris entre 89 milliers de francs et 132 milliers, soit des montants inférieurs à celui des personnes non actives (162 milliers de francs).

Pour les catégories sociales les plus favorisées, les portefeuilles moyens étaient compris entre 229 milliers de francs et 440 milliers.

## ENQUÊTES

Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1996

## COMPOSITION DES PORTEFEUILLES ET PORTEFEUILLES MOYENS (a)

	Valeur des portefeuilles						Total des portefeuilles	Portefeuille CSP/ portefeuilles ménages		
	Actions françaises	Obligations françaises (b)	Actions étrangères	Obligations étrangères	Titres d'OPCVM					
					monétaires	autres				
Agriculteurs										
1995.....	8,9	48,8	1,0	0,3	19,2	21,9	100,0	0,91		
1996.....	10,0	50,0	1,1	0,3	14,8	23,8	100,0	0,88		
Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (c)										
1995.....	15,8	14,2	2,7	0,4	39,0	27,9	100,0	2,79		
1996.....	23,9	13,4	3,2	0,4	29,6	29,5	100,0	2,96		
Artisans et petits commerçants										
1995.....	13,8	34,1	1,2	0,3	24,5	26,1	100,0	0,92		
1996.....	14,3	36,0	1,3	0,5	19,3	28,6	100,0	0,88		
Professions libérales										
1995.....	19,3	19,4	4,1	0,2	29,6	27,4	100,0	1,58		
1996.....	21,5	19,1	4,4	0,2	23,6	31,2	100,0	1,57		
Cadres supérieurs										
1995.....	23,1	19,6	3,6	0,3	27,5	25,9	100,0	1,56		
1996.....	27,1	19,6	4,2	0,3	20,6	28,2	100,0	1,53		
Professions intermédiaires (d)										
1995.....	16,1	30,9	1,9	0,2	22,3	28,6	100,0	0,80		
1996.....	19,2	31,8	2,3	0,2	15,9	30,6	100,0	0,77		
Salariés non cadres										
1995.....	11,6	39,3	0,9	0,2	19,6	28,4	100,0	0,62		
1996.....	13,8	41,7	1,1	0,3	13,5	29,6	100,0	0,59		
Personnes non actives										
1995.....	14,1	38,1	3,0	0,3	17,0	27,4	100,0	1,07		
1996.....	16,6	37,9	3,7	0,3	12,3	29,1	100,0	1,09		
Non-résidents										
1995.....	13,8	20,2	5,4	6,1	27,1	27,4	100,0	1,44		
1996.....	20,8	20,7	6,0	5,6	20,3	26,6	100,0	1,58		

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 46,7% des portefeuilles recensés dans l'enquête.

(b) Y compris titres participatifs

(c) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans l'ancienne classification.

(d) Correspond à « cadres moyens » dans l'ancienne classification.

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES COMPTES-TITRES  
PAR CATÉGORIE SOCIO-PROFESSIONNELLE  
ET EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES (a)**

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Les autres établissements		Total	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Agriculteurs.....	0,5	0,6	0,4	0,4	5,1	5,5	4,4	4,7
Chefs d'entreprise, artisans et commerçants.....	4,9	4,8	3,6	3,4	5,3	5,7	5,0	5,4
Professions libérales et cadres supérieurs.....	34,5	34,7	14,4	14,3	8,8	9,4	9,7	10,3
Professions intermédiaires.....	8,5	8,5	12,8	12,7	9,7	9,9	10,1	10,3
Salariés non cadres.....	7,3	7,1	21,6	21,1	21,7	22,1	21,6	21,9
Personnes non actives.....	44,3	44,3	47,1	48,1	49,6	47,3	49,2	47,4
<b>En pourcentage du nombre total de comptes-titres.....</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>13,2</b>	<b>14,6</b>	<b>86,2</b>	<b>84,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 47,7% des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

*L'examen de la répartition détaillée des comptes-titres en fonction du critère socio-professionnel et du groupe d'établissements où les titres sont déposés montre que la clientèle des banques d'affaires et des sociétés de bourse (0,7 % du nombre de comptes pour 5,5 % des encours) est caractérisée par une forte proportion de professions libérales et de cadres supérieurs (proportion supérieure de plus de trois fois à celle observée pour la clientèle des autres groupes de gestionnaires).*

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES PORTEFEUILLES TITRES  
PAR CATÉGORIE SOCIO-PROFESSIONNELLE  
ET EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES (a)**

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Les autres établissements		Total	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Agriculteurs.....	1,1	1,0	0,5	0,5	5,3	5,6	4,1	4,2
Chefs d'entreprise, artisans et commerçants.....	10,2	10,2	5,1	5,4	5,4	5,9	5,6	6,0
Professions libérales et cadres supérieurs.....	31,9	32,9	16,4	16,5	11,8	12,9	13,7	14,8
Professions intermédiaires.....	3,8	3,8	8,5	8,4	8,0	8,1	7,9	7,9
Salariés non cadres.....	3,6	3,3	10,4	10,0	15,3	15,1	13,7	13,3
Personnes non actives.....	49,3	48,8	59,1	59,3	54,2	52,4	55,0	53,7
<b>En pourcentage du montant total des portefeuilles-titres .....</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>21,1</b>	<b>22,2</b>	<b>74,0</b>	<b>72,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 38,8% des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

## 2.2. La répartition par tranche d'âge

		RÉPARTITION PAR TRANCHE D'ÂGE(a)				
		Nombre de comptes		Montant global		(en pourcentage)
		1995	1996	1995	1996	
Moins de 18 ans .....		2,6	2,4	0,6	0,6	
De 18 à 25 ans .....		3,6	3,2	0,9	0,9	
De 26 à 35 ans .....		9,2	8,7	4,0	3,8	
De 36 à 45 ans .....		13,5	13,1	9,0	8,7	
De 46 à 55 ans .....		17,3	17,4	15,6	15,8	
De 56 à 65 ans .....		19,5	19,2	21,3	20,6	
Plus de 65 ans .....		34,2	35,9	48,7	49,7	
<b>Total .....</b>		<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 55,8% des portefeuilles recensés dans l'enquête.

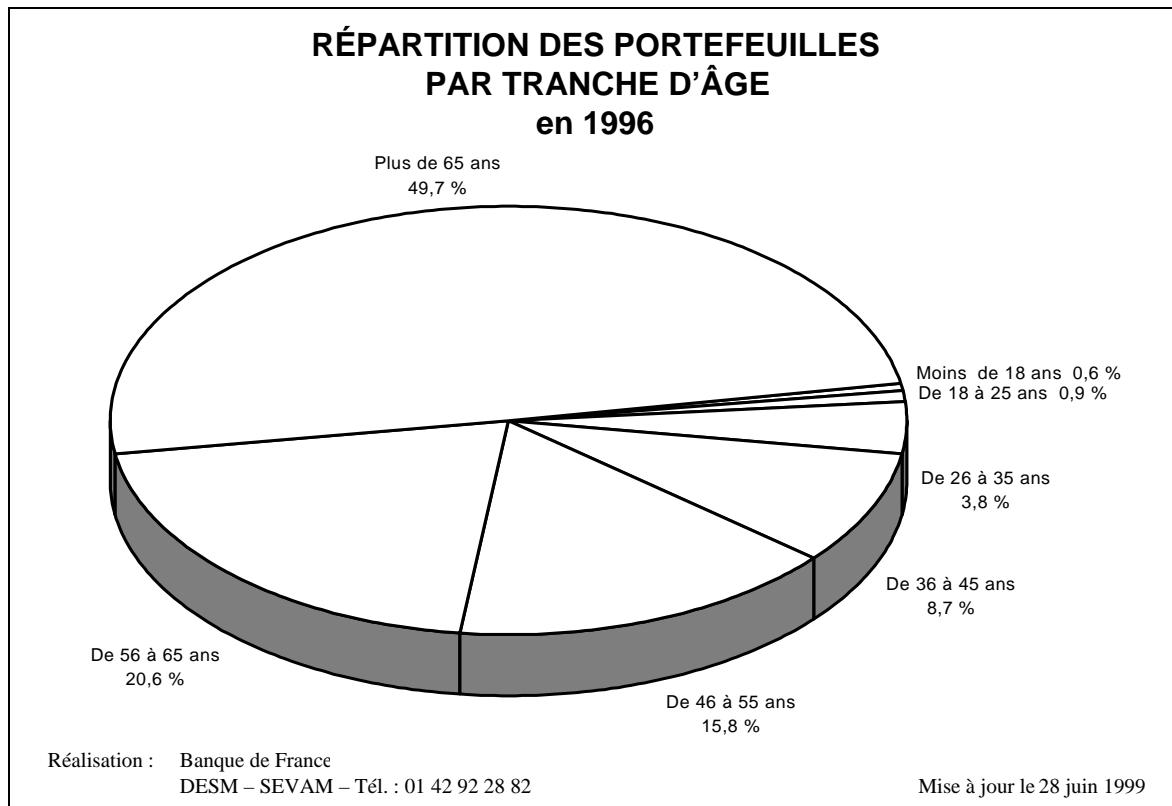
Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

*Les avoirs moyens par tranche d'âge* ont peu varié de 1995 à 1996. Les plus de 65 ans ont cependant gagné 1 point de détention.

La détention de valeurs mobilières augmente fortement avec l'âge. Les personnes âgées de 56 ans et plus, qui se superposent dans une large mesure à la catégorie des non-actifs, représentent plus de 70 % de la valeur des portefeuilles.

À l'autre extrémité, les moins de 26 ans ne détiennent que 1,5 % des portefeuilles pour 5,6 % des comptes-titres.



**RÉPARTITION DÉTAILLÉE PAR TRANCHE D'ÂGE  
à fin 1995 et 1996 (a)**

(en pourcentage)

	1995							Total des portefeuilles	
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles							
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
		françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres		
Moins de 18 ans .....	2,6	0,4	0,7	0,7	0,6	0,9	0,6	0,7	
De 18 à 25 ans .....	3,6	0,9	0,5	0,6	0,6	1,3	1,1	1,0	
De 26 à 35 ans .....	9,2	4,7	2,4	3,1	2,8	5,7	4,6	4,3	
De 36 à 45 ans .....	13,5	10,4	6,6	7,9	7,8	12,3	9,4	9,6	
De 46 à 55 ans .....	17,3	18,1	11,5	14,6	15,1	19,9	15,6	16,4	
De 56 à 65 ans .....	19,5	19,9	18,0	22,6	19,6	21,9	21,1	21,4	
Plus de 65 ans .....	34,2	45,6	60,2	50,4	53,5	38,0	47,5	46,5	
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	
	1996								
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Total des portefeuilles	
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
		françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres		
Moins de 18 ans .....	2,4	0,4	1,0	0,7	0,8	1,0	0,6	0,7	
De 18 à 25 ans .....	3,2	1,0	0,6	0,6	0,6	1,2	1,0	0,9	
De 26 à 35 ans .....	8,7	4,5	2,6	2,9	3,4	5,3	4,3	4,0	
De 36 à 45 ans .....	13,1	10,1	6,8	7,6	7,5	11,9	9,2	9,1	
De 46 à 55 ans .....	17,4	18,5	11,8	14,5	15,3	19,8	15,9	16,4	
De 56 à 65 ans .....	19,2	19,5	18,1	21,6	21,0	21,1	20,4	20,6	
Plus de 65 ans .....	35,9	45,9	59,2	52,1	51,5	39,8	48,6	48,3	
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 67,3% des portefeuilles à fin 1995 et 65,2 % à fin 1996.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

Entre 1995 et 1996, la répartition des portefeuilles par valeur et par tranche d'âge présentée dans le tableau ci-dessus ne s'est que légèrement modifiée et principalement pour la catégorie des ménages âgés de plus de 65 ans.

Près des trois quarts des obligations françaises et plus de 65 % des actions françaises et des titres d'OPCVM sont détenus par les ménages âgés de 56 ans et plus.

**COMPOSITION DES PORTEFEUILLES PAR TRANCHE D'ÂGE  
à fin 1995 et 1996 (a)**

(en pourcentage)

	1995						Total des portefeuilles	
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
	françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres		
Moins de 18 ans .....	9,5	2,8	31,8	0,3	25,7	29,8	100,0	
De 18 à 25 ans .....	14,6	1,3	19,7	0,2	26,8	37,4	100,0	
De 26 à 35 ans .....	16,1	1,5	21,2	0,2	26,6	34,3	100,0	
De 36 à 45 ans .....	16,2	1,8	24,4	0,3	25,7	31,6	100,0	
De 46 à 55 ans .....	16,5	1,8	26,3	0,3	24,5	30,6	100,0	
De 56 à 65 ans .....	13,9	2,2	31,1	0,3	20,6	31,8	100,0	
Plus de 65 ans .....	14,7	3,4	32,0	0,4	16,5	33,0	100,0	
1996								
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		Total des portefeuilles	
	françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres		
	11,3	4,4	32,0	0,5	21,0	30,8	100,0	
Moins de 18 ans .....	19,5	2,0	20,2	0,3	18,8	39,1	100,0	
De 18 à 25 ans .....	20,0	2,0	21,9	0,3	19,0	36,8	100,0	
De 26 à 35 ans .....	19,5	2,3	25,1	0,3	18,6	34,1	100,0	
De 36 à 45 ans .....	20,0	2,3	26,9	0,4	17,3	33,2	100,0	
De 46 à 55 ans .....	16,7	2,7	31,8	0,4	14,6	33,7	100,0	
Plus de 65 ans .....	16,8	3,9	32,8	0,4	11,8	34,3	100,0	

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 67,3% des portefeuilles recensés dans l'enquête à fin 1995 et 65,2 % à fin 1996.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

On observe dans le tableau ci-dessus que la part des placements en actions françaises dans les portefeuilles a augmenté pour toutes les tranches d'âge par rapport à 1995, principalement pour les 18 à 55 ans. Il en a été de même pour les obligations françaises, les titres d'OPCVM non monétaires et les valeurs étrangères.

À l'inverse, la part relative des titres d'OPCVM monétaires a diminué de façon relativement homogène pour toutes les tranches d'âge. Elle se situe par ailleurs à un niveau nettement inférieur à celui des titres non monétaires et des obligations.

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES COMPTES-TITRES  
PAR CLASSE D'ÂGE  
ET EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES (a)**

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Les autres établissements		Total	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Moins de 18 ans .....	1,0	1,3	0,9	0,8	2,8	2,6	2,6	2,4
De 18 à 25 ans .....	1,7	1,7	2,5	2,4	3,7	3,3	3,6	3,2
De 26 à 35 ans .....	7,3	7,2	8,2	7,7	9,3	8,8	9,2	8,7
De 36 à 45 ans .....	12,9	12,7	12,0	11,7	13,7	13,3	13,5	13,1
De 46 à 55 ans .....	19,4	19,6	18,4	18,4	17,1	17,3	17,3	17,4
De 56 à 65 ans .....	19,2	19,0	18,6	19,0	19,6	19,3	19,5	19,2
Plus de 65 ans .....	38,6	38,5	39,3	39,9	33,7	35,5	34,2	35,9
<b>En pourcentage du nombre total de comptes-titres .....</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>90,1</b>	<b>89,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 79,2 % des comptes-titres recensés dans l'enquête

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES PORTEFEUILLES-TITRES  
PAR CLASSE D'ÂGE  
ET EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES (a)**

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Les autres établissements		Total	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Moins de 18 ans .....	0,8	0,9	0,2	0,3	0,7	0,7	0,6	0,6
De 18 à 25 ans .....	1,2	1,4	0,4	0,5	1,0	0,9	0,9	0,9
De 26 à 35 ans .....	4,3	4,6	2,1	2,3	4,3	4,0	4,0	3,8
De 36 à 45 ans .....	7,1	7,1	5,5	6,1	9,8	9,4	9,0	8,7
De 46 à 55 ans .....	15,1	15,6	11,7	12,6	16,4	16,5	15,6	15,8
De 56 à 65 ans .....	20,6	20,7	17,6	18,0	22,1	21,1	21,3	20,6
Plus de 65 ans .....	50,9	49,7	62,5	60,2	45,6	47,4	48,7	49,7
<b>En pourcentage du montant total des portefeuilles-titres .....</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,8</b>	<b>78,0</b>	<b>76,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 55,8 % des comptes-titres recensés dans l'enquête

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

Si l'on examine la *répartition des comptes-titres selon l'âge et la catégorie d'établissement dépositaire*, on constate peu de différence d'un groupe d'établissements à l'autre et de faibles variations entre 1995 et 1996.

Près des quatre cinquièmes des *capitaux investis en valeurs mobilières* chez les trois grandes banques concernent des particuliers âgés de 56 ans et plus (contre 70 % environ chez les deux autres groupes de gestionnaires).

### 2.3. La répartition selon le montant du portefeuille

	RÉPARTITION SELON LE MONTANT DU PORTEFEUILLE (a)			
	Nombre de comptes		Montant global	
	1995	1996	1995	1996
Moins de 50 000 francs .....	54,0	53,1	7,5	6,5
De 50 000 à 100 000 francs .....	18,0	18,3	11,0	10,2
De 100 000 à 250 000 francs .....	18,1	18,0	24,3	22,3
De 250 000 à 500 000 francs .....	6,1	6,2	17,8	16,8
De 500 000 à 1 000 000 de francs .....	2,6	2,9	14,6	15,3
Plus de 1 000 000 de francs .....	1,3	1,5	24,8	28,9
<b>Total .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 56,8% des portefeuilles recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

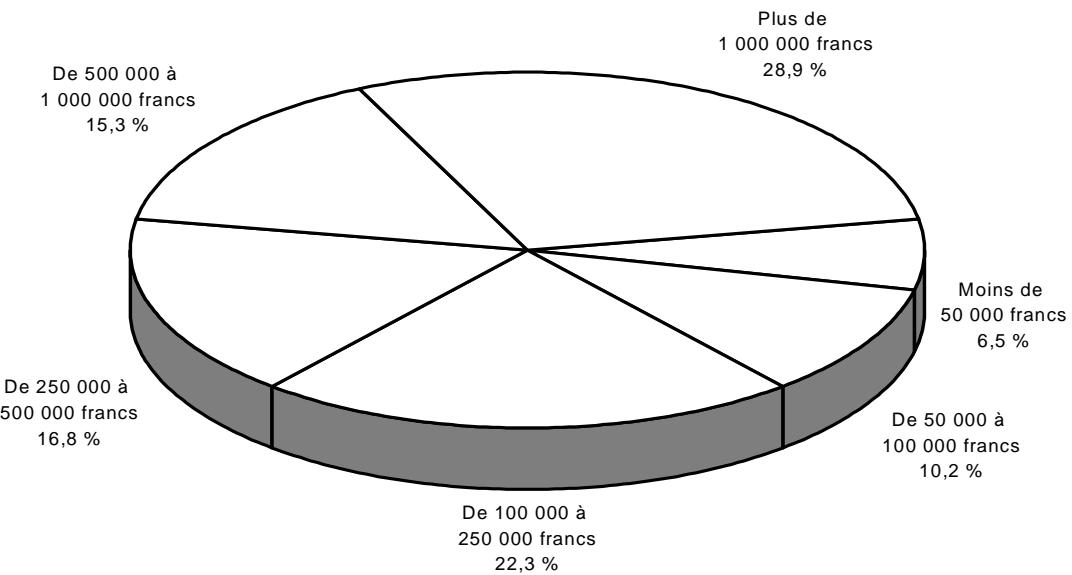
*Les ventilations par tranche de placement*, établies auprès d'un sous-échantillon regroupant 57 % des portefeuilles des personnes physiques appréhendés par l'enquête-titres, montrent que les portefeuilles d'un montant inférieur à 500 000 francs représentaient 95,6 % des comptes-titres en 1996 (96,2 % en 1995) pour des montants qui atteignaient 56 % de la valeur des portefeuilles (60,6 % en 1995).

On observe que ce sont les portefeuilles supérieurs à 500 000 francs qui se sont développés au cours de l'année 1996 (près de 5 points) et plus particulièrement ceux qui sont supérieurs à 1 million de francs. Ces portefeuilles sont en effet composés d'actions dans une proportion sensiblement plus forte que la moyenne et ont donc bénéficié plus largement de la valorisation marquée enregistrée en 1996 par cette catégorie de valeurs.

De l'échantillon analysé ci-dessus, il ressort que le montant moyen des portefeuilles était à fin 1996 de 13 700 francs pour la tranche des dépôts inférieurs à 50 000 francs et de 2,13 millions pour celle des dépôts supérieurs à 1 million de francs (contre respectivement 13 200 francs et 1,88 million à fin 1995).

Au total, on constate, comme les années précédentes, qu'en dépit d'une meilleure diffusion des valeurs mobilières, la concentration des portefeuilles reste forte : plus de 61 % de l'encours global des titres se trouve logé dans 11 % des comptes.

### RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES SELON LE MONTANT en 1996



Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 28 juin 1999

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE SELON LE MONTANT DU PORTEFEUILLE  
à fin 1995 et 1996 (a)**

(en pourcentage)

	1995							
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres	
Moins de 50 000 francs.....	54,0	8,3	0,8	5,7	2,5	7,0	9,4	7,4
De 50 000 à 100 000 francs.....	18,0	7,1	1,2	10,7	4,8	9,7	14,0	10,7
De 100 000 à 250 000 francs.....	18,1	15,2	4,1	27,4	12,8	20,5	27,4	23,5
De 250 000 à 500 000 francs.....	6,1	14,2	7,0	20,4	10,8	16,3	18,0	17,5
De 500 000 à 1 000 000 de francs...	2,6	14,8	11,7	16,6	10,5	14,0	12,9	14,5
Plus de 1 000 000 de francs.....	1,3	40,4	75,3	19,3	58,7	32,5	18,3	26,4
<b>Total.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

	1996							
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres	
Moins de 50 000 francs.....	53,1	6,8	0,6	4,8	2,6	6,3	8,5	6,5
De 50 000 à 100 000 francs.....	18,3	6,3	1,0	9,9	5,1	9,5	13,4	10,1
De 100 000 à 250 000 francs.....	18,0	13,9	3,4	26,9	13,2	17,5	24,4	21,6
De 250 000 à 500 000 francs.....	6,2	12,8	5,8	20,2	10,9	15,1	16,9	16,6
De 500 000 à 1 000 000 de francs...	2,9	16,3	10,3	16,9	10,7	14,5	13,9	15,2
Plus de 1 000 000 de francs.....	1,5	43,9	78,9	21,2	57,5	37,1	22,9	30,0
<b>Total.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 67,2% des portefeuilles recensés dans l'enquête à fin 1995 et 66,2 % à fin 1996.

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

Ce tableau, qui permet d'affiner les informations données précédemment, montre que les portefeuilles allant jusqu'à 250 000 francs détiennent environ 42 % des obligations françaises, 42,5 % des titres d'OPCVM toutes valeurs confondues, mais seulement 27 % des actions françaises, qui restent l'apanage des portefeuilles d'un montant élevé. C'est ainsi que 44,0 % des actions françaises (contre 40,4 % en 1995) figurent dans les portefeuilles supérieurs à 1 million de francs.

**COMPOSITION DES PORTEFEUILLES PAR TRANCHE DE MONTANT  
à fin 1995 et 1996 (a)**

(en pourcentage)

	1995						Total des portefeuilles	
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
	françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres		
Moins de 50 000 francs .....	16,9	0,3	23,1	0,1	18,7	40,9	100,0	
De 50 000 à 100 000 francs .....	9,9	0,3	29,8	0,2	17,8	42,0	100,0	
De 100 000 à 250 000 francs .....	9,7	0,5	35,0	0,2	17,2	37,5	100,0	
De 250 000 à 500 000 francs .....	12,1	1,1	35,0	0,2	18,4	33,2	100,0	
De 500 000 à 1 000 000 de francs .....	15,3	2,1	34,4	0,2	19,1	28,8	100,0	
Plus de 1 000 000 de francs .....	23,0	7,6	22,0	0,8	24,3	22,3	100,0	

	1996						Total des portefeuilles	
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
	françaises	étrangères	françaises	étrangères	monétaires	autres		
Moins de 50 000 francs .....	18,6	0,3	22,6	0,1	13,8	44,5	100,0	
De 50 000 à 100 000 francs .....	11,0	0,3	29,7	0,2	13,4	45,4	100,0	
De 100 000 à 250 000 francs .....	11,4	0,5	37,8	0,2	11,6	38,5	100,0	
De 250 000 à 500 000 francs .....	13,7	1,1	37,1	0,2	13,0	34,9	100,0	
De 500 000 à 1 000 000 de francs .....	19,0	2,1	33,8	0,2	13,6	31,1	100,0	
Plus de 1 000 000 de francs .....	25,9	8,3	21,4	0,7	17,6	26,1	100,0	

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 67,2 % des portefeuilles recensés dans l'enquête à fin 1995 et 66,2 % à fin 1996.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

Si l'on observe maintenant la *composition du portefeuille des ménages en fonction des différentes tranches*, on constate que, pour les tranches allant de 50 000 à 250 000 francs, les titres d'OPCVM représentent toujours à fin 1996 plus de la moitié du portefeuille total (près de 60 % de celui-ci pour les portefeuilles allant jusqu'à 100 000 francs). Pour les tranches de 250 000 francs à 1 million de francs, la part des titres d'OPCVM est relativement proche de 50 % (entre 48 % et 44 %).

En un an, toutefois, la part des titres d'OPCVM monétaires a diminué pour toutes les tranches de niveaux (entre 4 points et 7 points environ), au profit des obligations françaises pour les tranches allant de 100 000 à 500 000 francs et des actions françaises pour les tranches de 500 000 francs et plus.

## ENQUÊTES

Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1996

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES COMPTES-TITRES  
PAR TRANCHE DE MONTANT DU PORTEFEUILLE  
ET EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES (a)**

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Les autres établissements		Total	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Moins de 50 000 francs .....	16,8	14,7	49,2	47,2	54,8	54,0	54,0	53,1
De 50 000 à 100 000 francs .....	9,0	8,4	14,3	15,2	18,4	18,7	18,0	18,3
De 100 000 à 250 000 francs .....	18,3	17,4	17,7	18,1	18,1	18,0	18,1	18,0
De 250 000 à 500 000 francs .....	18,2	17,3	9,3	9,5	5,7	5,8	6,1	6,2
De 500 000 à 1 000 000 de francs .....	18,4	20,0	5,7	6,2	2,1	2,4	2,6	2,9
Plus de 1 000 000 de francs .....	19,2	22,2	3,8	3,9	0,9	1,1	1,3	1,5
<b>En pourcentage du nombre total de comptes-titres .....</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,8</b>	<b>90,1</b>	<b>89,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 79,3 % des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

**RÉPARTITION DÉTAILLÉE DES PORTEFEUILLES-TITRES  
PAR TRANCHE DE MONTANT DU PORTEFEUILLE  
ET EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES (a)**

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Les autres établissements		Total	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Moins de 50 000 francs .....	0,3	0,2	3,9	3,4	8,7	7,8	7,5	6,5
De 50 000 à 100 000 francs .....	0,6	0,4	4,9	4,7	13,0	12,3	11,0	10,2
De 100 000 à 250 000 francs .....	2,8	2,1	13,5	12,5	28,1	26,1	24,3	22,3
De 250 000 à 500 000 francs .....	6,3	4,9	15,7	14,5	19,0	18,3	17,8	16,8
De 500 000 à 1 000 000 de francs .....	12,3	11,4	18,8	18,8	13,8	14,8	14,6	15,3
Plus de 1 000 000 de francs .....	77,7	81,0	43,2	46,2	17,3	20,7	24,8	28,9
<b>En pourcentage du montant total des portefeuilles-titres .....</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>16,9</b>	<b>17,9</b>	<b>77,9</b>	<b>76,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 56,8 % des comptes-titres recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 23 avril 1997

Le nombre de comptes-titres des clients des banques d'affaires se répartit de manière relativement uniforme entre les six catégories de montants. De ce fait, les personnes disposant d'un portefeuille important sont proportionnellement plus nombreuses dans les banques d'affaires que dans les autres établissements.

À l'opposé, près de la moitié des clients des trois grandes banques (47,2 %) et 54 % des clients des autres établissements ont un portefeuille inférieur à 50 000 francs. Les trois grandes banques représentent dans ce sous-échantillon près de 10 % du nombre de comptes pour 18 % des encours et les autres établissements sont dépositaires d'environ 90 % des comptes pour les trois quarts du montant des portefeuilles.

# LES TRANSACTIONS SUR VALEURS MOBILIÈRES EN FRANCE AU QUATRIÈME TRIMESTRE 1996<sup>1</sup>

Les résultats de l'enquête sur les transactions de valeurs mobilières au quatrième trimestre 1996 apportent un éclairage complémentaire à l'analyse des encours résultant de l'enquête sur « les portefeuilles des principaux établissements dépositaires de titres »<sup>2</sup>.

La bonne tenue du marché des *actions* reflète des comportements sectoriels assez contrastés. Selon l'enquête, les détenteurs résidents ont allégé leur portefeuille, à l'exception des investisseurs institutionnels ; à l'inverse, les non-résidents, clients des dépositaires français, ont renforcé leur position en actions.

Les cours des *obligations* sur le marché français sont restés orientés à la hausse et tous les secteurs, hormis les ménages, ont réalisé des acquisitions nettes sur cette catégorie de valeurs.

Les désinvestissements de la totalité des secteurs en *titres d'OPCVM monétaires* confirment le moindre intérêt des investisseurs pour ce type de produits. Enfin, les portefeuilles en *autres titres d'OPCVM français* ont augmenté de plus de 2 %, les désinvestissements nets, effectués notamment par les ménages, ayant été compensés par la hausse des valeurs liquidatives.

Près de 75 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des titres d'*OPCVM français*, contre près de 14 % sur des obligations françaises et 5 % sur des actions françaises cotées. Près de 48 % des transactions sur les obligations, plus de 41 % des transactions sur les actions et plus de 38 % de celles effectuées sur les titres d'*OPCVM* ont été le fait

<sup>1</sup> L'étude portant sur le troisième trimestre 1996 a été publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 38 (février 1997).

<sup>2</sup> Cf. enquête publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 40 (avril 1997)

des investisseurs institutionnels. Les *sociétés* ont été à l'origine de près de 50 % des opérations sur les titres d'OPCVM monétaires et de 30 % de celles concernant les autres titres d'OPCVM. Les *ménages* ont concentré leurs interventions sur les titres d'OPCVM monétaires, qui ont représenté 58 % de leurs transactions.

La *durée moyenne de détention* est restée globalement stable d'une enquête à l'autre.

L'enquête du quatrième trimestre 1996 repose sur des informations fournies par dix-huit établissements ; le taux de représentativité s'établit, en cours à fin décembre 1996, à 46 % des titres d'OPCVM, 34 % des obligations et 30 % des actions. L'enquête porte sur les opérations de la clientèle des établissements dépositaires de titres, à l'exclusion de celles que les établissements effectuent pour leur propre compte.

---

HERVÉ GRANDJEAN  
NADINE FRANC  
*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

#### **AVERTISSEMENT MÉTHODOLOGIQUE**

*L'objectif de l'enquête-titres est de décrire l'évolution conjoncturelle des comportements de placement en valeurs mobilières des différents secteurs économiques à partir d'informations provenant des comptes-titres conservés chez les principaux établissements français dépositaires.*

*Cette approche, résultant d'une démarche participative entre les établissements de crédit et la Banque de France, se différencie de facto du champ statistique servant de base à d'autres travaux quantitatifs comparables publiés par la Banque, notamment ceux de la direction de la Balance des paiements sur la détention des valeurs françaises par les non-résidents et des titres étrangers par les résidents. À cet égard, les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête-titres. À l'inverse, les valeurs étrangères détenues en France par des non-résidents ont logiquement leur place dans l'enquête-titres, alors qu'elles n'ont pas lieu d'être couvertes par la balance des paiements.*

## 1. Approche globale

### 1.1. Les portefeuilles de valeurs mobilières

Les encours de valeurs mobilières recensés dans l'enquête-transactions représentaient 4 165 milliards de francs à fin septembre 1996 et 4 246 milliards à fin décembre 1996, soit 41 % de la capitalisation boursière aux mêmes dates. La valorisation des portefeuilles (+ 115,7 milliards de francs, soit + 2,8 % de l'encours moyen de la période) observée au quatrième trimestre 1996 a permis aux encours de progresser (+ 81,1 milliards) malgré des désinvestissements nets (- 34,5 milliards, soit - 0,8 % de l'encours moyen).

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
	Encours			Variation d'encours					
	Septembre 1996	Décembre 1996	Variation (b)	au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996			au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996 (b)		
				Flux nets	Valorisation (a)		Flux	Valorisa-	
				Montant	Variation (b)	Montant	nets	tion (a)	
<b>VALEURS .....</b>	<b>4 165 060</b>	<b>4 246 192</b>	<b>1,9</b>	<b>- 34 531</b>	<b>- 0,8</b>	<b>115 663</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
Actions .....	990 675	1 059 804	6,7	- 1 827	- 0,2	70 956	6,9	- 0,1	- 0,5
Obligations .....	1 820 462	1 879 284	3,2	19 958	1,1	38 864	2,1	1,6	2,2
Titres d'OPCVM monétaires .....	656 502	594 323	- 9,9	- 49 802	- 8,0	- 12 377	- 2,0	- 3,1	1,7
Autres titres d'OPCVM .....	697 421	712 781	2,2	- 2 860	- 0,4	18 220	2,6	0,5	1,4
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>4 165 060</b>	<b>4 246 192</b>	<b>1,9</b>	<b>- 34 531</b>	<b>- 0,8</b>	<b>115 663</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
Ménages .....	1 255 589	1 223 421	- 2,6	- 57 568	- 4,6	25 400	2,0	- 1,3	1,3
Sociétés .....	644 408	646 955	0,4	4 976	0,8	- 2 429	- 0,4	2,1	1,6
Non-résidents .....	646 647	696 185	7,4	3 541	0,5	45 997	6,9	0,3	0,7
Divers .....	1 618 416	1 679 631	3,7	14 520	0,9	46 695	2,8	0,8	1,4
<b>RÉSEAUX DÉPOSITAIRES....</b>	<b>4 165 060</b>	<b>4 246 192</b>	<b>1,9</b>	<b>- 34 531</b>	<b>- 0,8</b>	<b>115 663</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
Banques d'affaires .....	1 560 685	1 649 483	5,5	22 446	1,4	66 352	4,1	1,0	0,8
Banques de dépôts .....	2 604 375	2 596 709	- 0,3	- 56 977	- 2,2	49 311	1,9	- 0,1	1,7
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période									
Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.									
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période									
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16					Mise à jour le 30 avril 1997				

### 1.2. Les secteurs

#### 1.2.1. Les ménages

Le désinvestissement net en valeurs mobilières des *ménages*, observé depuis le début de l'année 1994, s'est poursuivi au quatrième trimestre 1996 (- 4,6 % de l'encours moyen). Par ailleurs, les ménages réalisent une plus-value globale, représentant 2 % de l'encours moyen de la période.

### 1.2.2. Les sociétés

Les *sociétés* enregistrent une légère progression de leurs acquisitions nettes de valeurs mobilières au quatrième trimestre 1996 (+ 0,8 % de l'encours moyen, contre + 2,1 % au trimestre précédent) et dégagent par ailleurs une moins-value globale s'élevant à 0,4 % de l'encours moyen de leur portefeuille.

### 1.2.3. Les non-résidents, clients des dépositaires français

Au quatrième trimestre 1996, la progression des portefeuilles de valeurs mobilières détenus par les *non-résidents, clients des dépositaires français*, s'est accélérée (+ 7,4 %, contre + 1,0 % au trimestre précédent). Cette hausse est essentiellement due à la valorisation (+ 6,9 %).

### 1.2.4. Les « Divers »<sup>1</sup>

Les encours de valeurs mobilières des portefeuilles du secteur « *Divers* » ont progressé de plus de 3,7 % au cours de la période considérée. Cet accroissement résulte de gains en capital (+ 2,8 %) et d'acquisitions nettes (+ 0,9 %).

## 1.3. *Les transactions*

### ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES VOLUME DES TRANSACTIONS (a)

(montant en millions de francs – rotation en pourcentage)

	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions		
				au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996	au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996	Rotation (b)
	Montant		Montant	Montant	Rotation (b)	Rotation (b)
<b>VALEURS .....</b>	<b>1 263 237</b>	<b>1 289 381</b>	<b>8 387</b>	<b>2 561 005</b>	<b>60,9</b>	<b>48,1</b>
Actions.....	75 837	77 664	–	153 501	15,0	13,5
Obligations.....	252 312	223 967	8 387	484 666	26,2	22,3
Titres d'OPCVM monétaires.....	826 029	875 831	–	1 701 860	272,1	204,6
Autres titres d'OPCVM.....	109 059	111 919	–	220 978	31,3	15,9
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>1 263 237</b>	<b>1 289 381</b>	<b>8 387</b>	<b>2 561 005</b>	<b>60,9</b>	<b>48,1</b>
Ménages.....	143 893	199 133	2 328	345 354	27,9	18,7
Sociétés.....	564 951	559 363	612	1 124 926	174,2	140,5
Non-résidents.....	31 852	27 242	1 069	60 163	9,0	8,7
Divers .....	522 541	503 643	4 378	1 030 562	62,5	50,1
<b>RÉSEAUX DÉPOSITAIRES.....</b>	<b>1 263 237</b>	<b>1 289 381</b>	<b>8 387</b>	<b>2 561 005</b>	<b>60,9</b>	<b>48,1</b>
Banques d'affaires.....	242 280	216 788	3 046	462 114	28,8	24,1
Banques de dépôts .....	1 020 957	1 072 593	5 341	2 098 891	80,7	62,6

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements (pour les obligations)

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

Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

<sup>1</sup> Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite et OPCVM, ces deux derniers secteurs représentant les secteurs dominants du groupe « *Divers* »

L'examen détaillé des transactions fait apparaître les évolutions suivantes.

– Les ventes ont été supérieures aux entrées pour toutes les catégories de valeurs à l'exception des obligations. Ces ventes nettes ont été exclusivement le fait des ménages, tous les autres secteurs apparaissant comme acheteurs nets.

– Les plus gros volumes d'opérations ont concerné, par ordre décroissant, les sociétés et les « Divers » (43,9 % et 40,2 %), les ménages (13,5 %) et les non-résidents, clients des dépositaires français (2,4 %).

– Le taux de rotation du portefeuille des banques d'affaires est nettement moins élevé que celui observé pour les banques de dépôts.

On note également que les titres d'OPCVM monétaires ont un taux de rotation plus de quatre fois supérieur à celui de l'ensemble des valeurs. Enfin, le portefeuille des sociétés se renouvelle beaucoup plus rapidement que celui des autres secteurs.

#### **1.4. Durée moyenne de détention apparente**

<b>ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN</b>		
	Décembre 1995 – Décembre 1996	Septembre 1995 – Septembre 1996
<b>VALEURS</b>		
Actions.....	3 ans et 8 mois	3 ans et 11 mois
Obligations (a) .....	2 ans	2 ans et 1 mois
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 17 jours	2 mois et 24 jours
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 3 mois	2 ans et 3 mois
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>		
Ménages .....	2 ans et 2 mois	2 ans et 3 mois
Sociétés.....	3 mois et 27 jours	4 mois
Non-résidents.....	4 ans et 1 mois	4 ans
Divers .....	10 mois et 21 jours	10 mois et 21 jours
<b>RÉSEAUX DÉPOSITAIRES</b>		
Banques d'affaires.....	1 an et 11 mois	1 an et 11 mois
Banques de dépôts.....	8 mois et 16 jours	8 mois et 26 jours
(a) La durée de détention des obligations est à interpréter avec prudence dans la mesure où certaines opérations ne sont pas recensées dans le cadre de l'enquête (cf. 2.2.4.).		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16		Mise à jour le 30 avril 1997

Les durées de détention moyennes apparentes sont calculées à partir de l'inverse du taux de rotation des encours. Cet indicateur est très sensible à une faible variation des transactions ; il est surtout significatif sur de longues périodes. Les résultats obtenus s'avèrent très contrastés selon les valeurs, allant de 2 mois et 17 jours pour les titres d'OPCVM monétaires à 3 ans et 8 mois pour les actions.

Au niveau sectoriel, on observe que les portefeuilles, toutes valeurs confondues, ont une durée de conservation relativement brève. La durée de détention moyenne des non-résidents, clients des dépositaires français, apparaît la plus élevée (4 ans et 1 mois). À l'inverse, les sociétés sont, parmi les détenteurs analysés, ceux qui conservent le moins longtemps leurs titres (3 mois et 27 jours).

## 2. Approche par produits

### 2.1. Les actions

#### 2.1.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes recensés dans l'enquête représentent environ 30 % du total des transactions boursières sur les actions françaises cotées au quatrième trimestre 1996.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent à fin décembre 30 % de la capitalisation boursière des actions françaises cotées et 56 % des encours de l'enquête trimestrielle sur les portefeuilles des principaux établissements dépositaires de titres (enquête en stocks), à la même échéance. Toutefois, les banques d'affaires sont mieux représentées dans l'enquête en flux, couvrant 72 % des encours de l'enquête en stocks, contre 42 % seulement pour les autres établissements<sup>1</sup> (cf. annexe).

#### 2.1.2. Résultats globaux

ACTIONS ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
(montant en millions de francs – variation en pourcentage)									
	Encours			Variation d'encours					
				au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996			au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996 (b)		
	Septembre 1996	Décembre 1996	Variation (b)	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
				Montant	Variation (b)	Montant	Variation (b)		
<b>ACTIONS .....</b>	<b>990 675</b>	<b>1 059 804</b>	<b>6,7</b>	<b>- 1 827</b>	<b>- 0,2</b>	<b>70 956</b>	<b>6,9</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,5</b>
Françaises cotées	859 080	925 650	7,5	- 2 151	- 0,2	68 721	7,7	0,3	- 0,9
Étrangères.....	131 595	134 154	1,9	324	0,2	2 235	1,7	- 3,1	2,3
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>990 675</b>	<b>1 059 804</b>	<b>6,7</b>	<b>- 1 827</b>	<b>- 0,2</b>	<b>70 956</b>	<b>6,9</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,5</b>
Ménages.....	224 674	232 594	3,5	- 8 298	- 3,6	16 218	7,1	- 1,3	0,5
Sociétés.....	137 062	140 015	2,1	- 2 186	- 1,6	5 139	3,7	0,4	- 0,7
Non-résidents.....	424 434	464 483	9,0	2 630	0,6	37 419	8,4	0,7	- 0,9
Divers .....	204 505	222 712	8,5	6 027	2,8	12 180	5,7	- 1,0	- 0,6

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période  
Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

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

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

Au quatrième trimestre 1996, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont augmenté de 7,5 %, alors que la capitalisation boursière enregistrait une hausse de 7,4 %. Après une légère baisse des cours au troisième trimestre (- 1,3 % pour l'indice SBF 250), le marché des actions a sensiblement progressé (+ 9,2 % au quatrième trimestre), dans un environnement international favorable conjugué à la baisse des taux d'intérêt.

La variation des encours des actions françaises cotées (+ 7,5 %) est due principalement à la valorisation positive relevée sur cette catégorie de titres (+ 7,7 %).

<sup>1</sup> Comportant, outre les banques de dépôts, La Poste, les caisses d'épargne, la Caisse des dépôts et consignations et le Trésor public, dans l'enquête trimestrielle en stocks

## ENQUÊTES

## Les transactions sur valeurs mobilières en France au quatrième trimestre 1996

Les flux nets pour l'ensemble des valeurs ont représenté – 0,2 % de l'encours moyen de la période ; la situation est sensiblement différente d'un secteur à l'autre, notamment pour les ménages et les « Divers », respectivement en position de vendeurs et d'acheteurs nets.

L'amélioration des résultats liée aux variations positives de cours a concerné tous les secteurs détenteurs de titres ; les non-résidents clients des dépositaires français et les ménages ont enregistré les plus-values les plus importantes (respectivement + 8,4 % et + 7,1 %).

### 2.1.3. Les transactions

<b>ACTIONS</b> <b>VOLUME DES TRANSACTIONS (a)</b>					
	Entrées	Ventes	Transactions		
			au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996		au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996
	Montant	Montant	Montant	Rotation (b)	Rotation (b)
<b>ACTIONS.....</b>	<b>75 837</b>	<b>77 664</b>	<b>153 501</b>	<b>15,0</b>	<b>13,5</b>
Françaises cotées.....	63 326	65 477	128 803	14,4	11,1
Étrangères.....	12 511	12 187	24 698	18,6	29,7
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>75 837</b>	<b>77 664</b>	<b>153 501</b>	<b>15,0</b>	<b>13,5</b>
Ménages .....	17 305	25 603	42 908	18,8	12,3
Sociétés.....	7 115	9 301	16 416	11,8	12,6
Non-résidents.....	16 555	13 925	30 480	6,9	6,1
Divers .....	34 862	28 835	63 697	29,8	31,5

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes  
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période  
Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

<b>ACTIONS</b> <b>STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)</b>		
	(en pourcentage)	
	Quatrième trimestre 1996	Troisième trimestre 1996
<b>ACTIONS.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Françaises cotées.....	83,9	71,6
Étrangères.....	16,1	28,4
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Ménages .....	28,0	20,6
Sociétés.....	10,7	13,3
Non-résidents.....	19,9	18,9
Divers .....	41,4	47,2

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

On observe dans les tableaux ci-dessus que les « Divers » et les ménages ont réalisé plus des deux tiers des transactions sur les actions françaises cotées et les actions étrangères au quatrième trimestre 1996. Par ailleurs, les ménages ont augmenté sensiblement leur activité sur les marchés des actions au cours de la période sous revue. De ce fait, le taux de rotation des portefeuilles des ménages s'écarte de celui des sociétés, en atteignant respectivement 18,8 % et 11,8 % au quatrième trimestre, contre 12,3 % et 12,6 % au trimestre précédent.

#### 2.1.4. Durée moyenne de détention apparente

<b>ACTIONS DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN</b>		
	Décembre 1995 – Décembre 1996	Septembre 1995 – Septembre 1996
<b>ACTIONS .....</b>	<b>3 ans et 8 mois</b>	<b>3 ans et 11 mois</b>
Françaises cotées .....	3 ans et 11 mois	4 ans et 3 mois
Étrangères .....	2 ans et 7 mois	2 ans et 7 mois
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>		
<b>MÉNAGES .....</b>	<b>3 ans et 4 mois</b>	<b>3 ans et 9 mois</b>
Françaises cotées .....	3 ans et 3 mois	3 ans et 8 mois
Étrangères .....	4 ans	4 ans et 3 mois
<b>SOCIÉTÉS.....</b>	<b>4 ans et 4 mois</b>	<b>5 ans</b>
Françaises cotées .....	3 ans et 11 mois	4 ans et 6 mois
Étrangères .....	5 ans et 3 mois	6 ans et 4 mois
<b>NON-RÉSIDENTS.....</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Françaises cotées .....	ns	ns
Étrangères .....	ns	ns
<b>DIVERS .....</b>	<b>1 an et 11 mois</b>	<b>2 ans</b>
Françaises cotées .....	2 ans et 2 mois	2 ans et 3 mois
Étrangères .....	1 an et 4 mois	1 an et 3 mois

ns : non significatif

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

La durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées recensée dans l'étude est de 3 ans et 11 mois, résultat relativement proche de celui qui ressort des données de la Société des bourses françaises<sup>1</sup> (3 ans et 8 mois).

Cependant, on observe des disparités de comportement en fonction du type d'agent économique concerné.

– La durée de détention moyenne des actions françaises cotées par les *ménages* est de 3 ans et 3 mois, ce qui traduit une stabilité relativement limitée de l'actionnariat individuel.

– Les *sociétés*, dans une logique de participation, conservent en moyenne 3 ans et 11 mois les actions qu'elles détiennent.

– La durée de détention des *non-résidents*, *clients des dépositaires français*, n'est pas, pour le moment, significative en raison d'un biais statistique, en cours d'analyse.

– Enfin, la durée de détention des actions françaises cotées par les « *Divers* » (clientèle d'investisseurs institutionnels) est plus courte que celle des autres secteurs (2 ans et 2 mois).

<sup>1</sup> Source : Société des bourses françaises (capitalisation boursière moyenne rapportée au niveau des transactions en bourse sur la période de référence)

## 2.2. Les obligations

### 2.2.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes appréhendés dans l'enquête représentent environ 20 % du total des transactions boursières sur obligations françaises au quatrième trimestre 1996.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent 34 % de la capitalisation boursière des obligations françaises et 41 % des encours analysés dans l'enquête trimestrielle en stocks à la même échéance. Cependant, comme pour les actions, l'enquête en flux représente mieux la clientèle des banques d'affaires que celle des banques de dépôts (respectivement 63 % et 34 % en termes d'encours).

### 2.2.2. Résultats globaux

<b>OBLIGATIONS ENCOURS – FLUX – VALORISATION</b>									
	Encours			Variation d'encours					
	Septembre 1996	Décembre 1996	Variation (b)	au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996			au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996		
				Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
				Montant	Variation (b)	Montant	Variation (b)		
<b>OBLIGATIONS</b>	<b>1 820 462</b>	<b>1 879 284</b>	<b>3,2</b>	<b>19 958</b>	<b>1,1</b>	<b>38 864</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>
Françaises.....	1 496 726	1 523 891	1,8	- 1 615	- 0,1	28 780	1,9	0,5	2,5
Étrangères.....	323 736	355 393	9,3	21 573	6,4	10 084	3,0	6,9	0,5
<b>SECTEURS DÉTENTEURS.</b>	<b>1 820 462</b>	<b>1 879 284</b>	<b>3,2</b>	<b>19 958</b>	<b>1,1</b>	<b>38 864</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>
Ménages .....	371 102	371 673	0,2	- 1 618	- 0,4	2 189	0,6	- 1,1	2,1
Sociétés.....	187 519	190 763	1,7	4 748	2,5	- 1 504	- 0,8	4,4	3,0
Non-résidents..	203 855	213 159	4,5	1 244	0,6	8 060	3,9	- 0,3	3,9
Divers .....	1 057 986	1 103 689	4,2	15 584	1,4	30 119	2,8	2,5	1,7

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période  
Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

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

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

Au quatrième trimestre 1996, la progression globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête est légèrement plus faible que celle de la capitalisation boursière (respectivement + 1,8 % et + 2,9 %). De même, l'augmentation des cours des obligations françaises retracée dans les résultats de l'enquête (+ 1,9 %) se situe à un niveau de performance inférieur à celui observé sur le marché obligataire (variation de l'indice du Crédit lyonnais : + 2,4 %). Les encours d'obligations étrangères, détenus principalement par les non-résidents, clients des dépositaires français, et les « Divers », continuent d'augmenter sensiblement (+ 9,3 %), grâce à des flux nets positifs (+ 6,4 %).

Au niveau sectoriel, il est intéressant de souligner que, dans un contexte boursier orienté à la hausse et dans la continuité du trimestre précédent, le secteur « Divers » et plus encore celui des sociétés ont renforcé leur position en obligations (de respectivement + 1,4 % et + 2,5 %, contre + 2,5 % et + 4,4 % au trimestre précédent) ; les non-résidents, clients des dépositaires français, adoptent une attitude plus attentiste, alors que les ménages semblent se désengager de ce type de valeurs.

Enquêtes

ENQUÊTES

Les transactions sur valeurs mobilières en France au quatrième trimestre 1996

2.2.3. Les transactions

**OBLIGATIONS**  
**VOLUME DES TRANSACTIONS (a)**

(montant en millions de francs – rotation en pourcentage)

	Entrées	Ventes	Rembour-sements	Transactions		
				Montant	Montant	Rotation (b)
			au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996	au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996		
<b>OBLIGATIONS.....</b>	<b>252 312</b>	<b>223 967</b>	<b>8 387</b>	<b>484 666</b>	<b>26,2</b>	<b>22,3</b>
Françaises .....	174 416	169 321	6 710	350 447	23,2	19,1
Étrangères .....	77 896	54 646	1 677	134 219	39,5	37,6
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>252 312</b>	<b>223 967</b>	<b>8 387</b>	<b>484 666</b>	<b>26,2</b>	<b>22,3</b>
Ménages.....	12 826	12 116	2 328	27 270	7,3	7,1
Sociétés.....	105 838	100 478	612	206 928	109,4	99,6
Non-résidents.....	9 782	7 469	1 069	18 320	8,8	9,6
Divers .....	123 866	103 904	4 378	232 148	21,5	16,9

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements  
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période  
Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

**OBLIGATIONS**  
**STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)**

(en pourcentage)

	Quatrième trimestre 1996		Troisième trimestre 1996
<b>OBLIGATIONS.....</b>	<b>100,0</b>		<b>100,0</b>
Françaises .....	72,3		71,1
Étrangères .....	27,7		28,9
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>100,0</b>		<b>100,0</b>
Ménages.....	5,6		6,5
Sociétés.....	42,7		44,1
Non-résidents.....	3,8		4,8
Divers .....	47,9		44,6

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

Des tableaux ci-dessus, il ressort notamment qu'au quatrième trimestre 1996 :

- les « *Divers* » et les *sociétés* avec plus de 90 % des transactions sur obligations françaises et étrangères sont les secteurs les plus actifs du marché obligataire ;
- les *ménages* demeurent peu actifs sur le marché des obligations, avec 6 % des transactions environ ;
- le taux de rotation des portefeuilles d'obligations des *sociétés* est cinq fois plus élevé que celui observé pour les « *Divers* », secteur le plus dynamique du compartiment obligataire.

216

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – N° 41 – MAI 1997

#### 2.2.4. Durée moyenne de détention apparente des ménages

<b>OBLIGATIONS</b> <b>DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN</b>		
	Décembre 1995 – Décembre 1996	Septembre 1995 – Septembre 1996
MÉNAGES .....	7 ans	7 ans et 2 mois
Françaises.....	7 ans et 7 mois	7 ans et 7 mois
Étrangères.....	2 ans et 4 mois	2 ans et 9 mois
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16		Mise à jour le 30 avril 1997

Le montant peu élevé des transactions sur obligations françaises recensé actuellement dans le cadre de cette enquête s'explique en partie par le fait que certaines opérations, notamment celles effectuées de gré à gré et celles inhérentes aux cessions temporaires de titres, sont très imparfaitement couvertes par cette statistique.

Pour ces raisons, le calcul de la durée de détention des obligations a été suspendu pour tous les secteurs, à l'exception de celui des ménages, qui ne réalisent vraisemblablement pas ce type d'opérations.

### 2.3. *Les titres d'OPCVM*

#### 2.3.1. Représentativité de l'étude

Au quatrième trimestre 1996, les transactions sur titres d'OPCVM français recensées dans l'étude représentent 50 % du total de celles appréhendées par la Commission des opérations de bourse ; cette représentativité est également de 50 % pour les titres d'OPCVM monétaires.

Les encours cohérents avec les flux de titres d'OPCVM français recensés dans cette enquête représentent 46 % de l'actif net total des OPCVM et 52 % pour les monétaires<sup>1</sup>. Par rapport aux encours analysés dans l'enquête trimestrielle à la même échéance, la couverture de l'enquête en flux atteint 59 % (63 % pour la clientèle des banques d'affaires et 58 % pour celle des banques de dépôts).

<sup>1</sup> Source : Commission des opérations de bourse au 31 décembre 1996

### 2.3.2. Résultats globaux

<b>TITRES D'OPCVM ENCOURS – FLUX – VALORISATION</b>									
(montant en millions de francs – variation en pourcentage)									
	Encours			Variation d'encours					
				au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996		au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996 (b)			
	Septembre 1996	Décembre 1996	Variation (b)	Flux nets	Valorisation (a)	Montant	Variation (b)	Flux nets	Valorisa- tion (a)
	Montant	Variation (b)		Montant	Variation (b)				
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES .....</b>	<b>656 502</b>	<b>594 323</b>	<b>- 9,9</b>	<b>- 49 802</b>	<b>- 8,0</b>	<b>- 12 377</b>	<b>- 2,0</b>	<b>- 3,1</b>	<b>1,7</b>
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>									
Ménages.....	219 887	181 748	- 19,0	- 37 888	- 18,9	- 251	- 0,1	- 3,4	1,5
Sociétés.....	250 432	238 247	- 5,0	- 4 304	- 1,8	- 7 881	- 3,2	1,5	1,8
Non-résidents.....	7 754	7 142	- 8,2	- 622	- 8,4	10	0,1	- 8,9	5,5
Divers .....	178 429	167 186	- 6,5	- 6 988	- 4,0	- 4 255	- 2,5	- 8,5	1,6
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM .....</b>	<b>697 421</b>	<b>712 781</b>	<b>2,2</b>	<b>- 2 860</b>	<b>- 0,4</b>	<b>18 220</b>	<b>2,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>
Français .....	664 459	680 528	2,4	- 1 095	- 0,2	17 164	2,6	0,5	1,5
Étrangers.....	32 962	32 253	- 2,2	- 1 765	- 5,4	1 056	3,2	- 0,9	- 1,7
<b>SECTEURS DÉTENTEURS.....</b>	<b>697 421</b>	<b>712 781</b>	<b>2,2</b>	<b>- 2 860</b>	<b>- 0,4</b>	<b>18 220</b>	<b>2,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>
Ménages.....	439 926	437 406	- 0,6	- 9 764	- 2,2	7 244	1,7	- 0,5	1,1
Sociétés.....	69 395	77 930	11,6	6 718	9,1	1 817	2,5	2,2	1,9
Non-résidents.....	10 604	11 401	7,2	289	2,6	508	4,6	4,6	1,1
Divers .....	177 496	186 044	4,7	- 103	- 0,1	8 651	4,8	2,0	1,9
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.									
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période									
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16					Mise à jour le 30 avril 1997				

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête ont diminué de 3,6 %, alors que l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse s'est contracté de 2,0 % au cours du quatrième trimestre de l'année 1996.

S'agissant des seuls titres d'OPCVM monétaires, les évolutions correspondantes sont respectivement de - 9,9 % dans l'enquête et de - 10,3 % selon les données de la Commission des opérations de bourse.

Le tableau précédent met en évidence :

- pour les titres d'OPCVM monétaires, la poursuite de la dégradation des portefeuilles par rapport au mois de septembre 1996, la diminution des encours (- 9,9 %) étant due essentiellement aux demandes de rachats nets (- 8,0 %) ;
- pour les autres titres d'OPCVM, obligataires et actions pour l'essentiel, l'augmentation des encours s'élève à + 2,2 %. Elle s'explique essentiellement par l'évolution des cours (+ 2,6 % de l'encours moyen).

Les désinvestissements en titres d'OPCVM monétaires opérés par les *ménages* se sont accélérés au quatrième trimestre 1996, l'excédent des rachats sur les souscriptions ayant atteint 18,9 % de l'encours moyen, contre 3,4 % au trimestre précédent. L'encours des autres titres d'OPCVM, composante la plus importante des titres d'OPCVM détenus par les ménages a, pour sa part, légèrement baissé (- 0,6 %), dans la mesure où la valorisation positive des encours n'a pas compensé les désinvestissements nets.

Les *sociétés*, qui avaient interrompu leurs désinvestissements en titres d'OPCVM monétaires au quatrième trimestre, ont recommencé à désinvestir sur ces valeurs. L'évolution des encours (- 5,0 %) s'explique par des désinvestissements nets à hauteur de 1,8 % de l'encours moyen de la période. Dans le prolongement de la période précédente, les sociétés ont cependant été acheteurs nets sur les autres titres d'OPCVM (+ 9,1 % de l'encours moyen), pour une évolution globale des encours de 11,6 %.

Les titres d'OPCVM ne représentent qu'une faible part du portefeuille des *non-résidents, clients des dépôts français* (environ 2,7 %). La hausse de l'encours global de titres d'OPCVM détenus par ce secteur au quatrième trimestre de l'année 1996 n'a atteint que 1 %.

Le portefeuille de titres d'OPCVM des « *Divers* », secteur dans lequel les compagnies d'assurance occupent une place prépondérante, enregistre une baisse de 0,8 %. Toutefois, les causes de cette évolution diffèrent selon les catégories de titres ; en effet, la variation des encours de titres d'OPCVM monétaires (- 6,5 %) est due à des désinvestissements nets importants (- 4,0 %) ; celle des autres titres d'OPCVM (+ 4,7 %) s'explique principalement par des plus-values, à hauteur de 4,8 %.

### 2.3.3. Les transactions

#### TITRES D'OPCVM VOLUME DES TRANSACTIONS (a)

(montant en millions de francs – rotation en pourcentage)

	Souscriptions	Rachats	Transactions		
			au 4 <sup>e</sup> trimestre 1996		au 3 <sup>e</sup> trimestre 1996
			Montant	Rotation (b)	Rotation (b)
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.</b>	<b>826 029</b>	<b>875 831</b>	<b>1 701 860</b>	<b>272,1</b>	<b>204,6</b>
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>					
Ménages .....	80 836	118 724	199 560	99,4	65,4
Sociétés.....	415 560	419 864	835 424	341,9	269,7
Non-résidents.....	3 707	4 329	8 036	107,9	114,0
Divers .....	325 926	332 914	658 840	381,3	288,7
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM.....</b>	<b>109 059</b>	<b>111 919</b>	<b>220 978</b>	<b>31,3</b>	<b>15,9</b>
Français .....	105 473	106 568	212 041	31,5	15,9
Étrangers.....	3 586	5 351	8 937	27,4	17,3
<b>SECTEURS DÉTENTEURS.....</b>	<b>109 059</b>	<b>111 919</b>	<b>220 978</b>	<b>31,3</b>	<b>15,9</b>
Ménages .....	32 926	42 690	75 616	17,5	8,1
Sociétés.....	36 438	29 720	66 158	89,8	46,3
Non-résidents.....	1 808	1 519	3 327	30,2	18,6
Divers .....	37 887	37 990	75 877	41,7	24,0

(a) Transactions : souscriptions +rachats

(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période  
Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

**TITRES D'OPCVM  
STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)**

(en pourcentage)

	Quatrième trimestre 1996	Troisième trimestre 1996
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES .....</b>		
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>		
Ménages.....	11,7	10,7
Sociétés.....	49,1	49,4
Non-résidents.....	0,5	0,7
Divers .....	38,7	39,2
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Français .....	96,0	94,7
Étrangers.....	4,0	5,3
<b>SECTEURS DÉTENTEURS.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Ménages.....	34,3	32,4
Sociétés.....	29,9	28,0
Non-résidents.....	1,5	1,7
Divers .....	34,3	37,9

(a) Transactions : souscriptions + rachats

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

La structure par secteurs des transactions sur titres d'OPCVM monétaires s'est peu modifiée d'un trimestre à l'autre.

Près de la moitié des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires ont été réalisées par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 40 % des encours analysés dans l'étude. On observe ainsi que les sociétés continuent d'utiliser ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. Le comportement des « Divers » est comparable à celui des sociétés (près de 39 % des transactions pour 28 % des encours). À l'inverse, les ménages, avec plus de 31 % des encours, n'ont participé qu'à 12 % des transactions.

Ces différences sensibles de comportement s'observent également pour les autres titres d'OPCVM. En effet, les ménages détiennent 61 % des encours et interviennent dans seulement 34 % des transactions sur ces valeurs ; les sociétés réalisent 30 % des transactions, en ne détenant que 11 % environ des encours. D'une enquête à l'autre, l'importance relative des transactions réalisées par les « Divers » diminue régulièrement.

### 2.3.4. Durée moyenne de détention apparente

TITRES D'OPCVM DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Décembre 1995 – Décembre 1996	Septembre 1995 – Septembre 1996
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....</b>	<b>2 mois et 17 jours</b>	<b>2 mois et 24 jours</b>
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>		
Ménages .....	7 mois et 16 jours	9 mois
Sociétés.....	1 mois et 25 jours	1 mois et 28 jours
Non-résidents.....	4 mois et 11 jours	3 mois et 16 jours
Divers .....	1 mois et 25 jours	1 mois et 25 jours
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM.....</b>	<b>2 ans et 3 mois</b>	<b>2 ans et 3 mois</b>
Français .....	2 ans et 3 mois	2 ans et 3 mois
Étrangers.....	2 ans et 3 mois	2 ans
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>		
MÉNAGES.....	4 ans	4 ans
Français .....	4 ans et 1 mois	4 ans et 2 mois
Étrangers.....	3 ans	2 ans et 10 mois
SOCIÉTÉS.....	10 mois et 10 jours	11 mois et 24 jours
Français .....	10 mois et 3 jours	11 mois et 24 jours
Étrangers.....	1 an et 2 mois	11 mois et 28 jours
NON-RÉSIDENTS.....	2 ans et 2 mois	2 ans et 4 mois
Français .....	2 ans et 1 mois	2 ans et 3 mois
Étrangers.....	3 ans et 1 mois	2 ans et 10 mois
DIVERS .....	1 an et 5 mois	1 an et 4 mois
Français .....	1 an et 5 mois	1 an et 4 mois
Étrangers .....	2 ans et 4 mois	1 an et 9 mois
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16		Mise à jour le 30 avril 1997

La durée de détention moyenne des titres d'OPCVM français pour l'ensemble des investisseurs est, selon les données de la Commission des opérations de bourse, de 4 mois et 11 jours (2 mois et 2 jours pour les titres d'OPCVM monétaires et 2 ans et 3 mois pour les autres titres d'OPCVM).

Dans l'étude, les durées moyennes de détention observées sont très proches de celles relevées par la Commission des opérations de bourse : 4 mois et 22 jours (2 mois et 17 jours pour les titres d'OPCVM monétaires et 2 ans et 3 mois pour les autres titres d'OPCVM français). On constate, par ailleurs, qu'il existe, comme pour les autres catégories de valeurs mobilières, de fortes disparités selon les secteurs détenteurs.

Les *ménages* conservent leurs titres d'OPCVM 7 mois et 16 jours pour les monétaires et 4 ans pour les OPCVM obligataires et autres. Ils semblent utiliser ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement de détention des *sociétés* apparaît très différent. Le taux de rotation des titres monétaires et, dans une moindre mesure, des autres titres est très élevé puisqu'ils ne sont conservés respectivement que 1 mois et 25 jours et 10 mois et 10 jours.

Les *non-résidents, clients des dépositaires français*, conservent en moyenne 4 mois et 11 jours leurs titres d'OPCVM monétaires et 2 ans et 2 mois les autres titres d'OPCVM.

## ENQUÊTES

## Les transactions sur valeurs mobilières en France au quatrième trimestre 1996

Les «*Divers*» ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires, puisque leur durée de conservation moyenne est de 1 mois et 25 jours. Il en est de même pour les autres titres d'OPCVM (de l'ordre de 1 an et 5 mois).

### 3. Approche par secteurs

FLUX NETS ET STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS								
	Ménages				Sociétés			
	Flux nets		Transactions		Flux nets		Transactions	
	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996
ACTIONS.....	- 8 298	- 2 907	12,4	11,9	- 2 186	637	1,5	2,0
Françaises cotées ...	- 7 344	- 2 206	10,7	10,1	- 2 341	436	1,1	1,5
Étrangères.....	- 954	- 701	1,7	1,8	155	201	0,4	0,5
OBLIGATIONS.....	- 1 618	- 4 132	7,9	11,2	4 748	7 960	18,4	20,0
Françaises .....	- 1 530	- 3 713	7,0	9,6	1 273	5 451	12,1	12,9
Étrangères.....	- 88	- 419	0,9	1,6	3 475	2 509	6,3	7,1
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	- 37 888	- 7 513	57,8	61,7	- 4 304	3 691	74,2	74,6
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	- 9 764	- 2 293	21,9	15,2	6 718	1 444	5,9	3,4
Français .....	- 8 027	- 1 885	20,6	13,9	6 981	1 360	5,6	3,2
Étrangers.....	- 1 737	- 408	1,3	1,3	- 263	84	0,3	0,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>- 57 568</b>	<b>- 16 845</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>4 976</b>	<b>13 732</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Non-résidents clients des dépositaires français				Divers			
	Flux nets		Transactions		Flux nets		Transactions	
	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996	4 <sup>e</sup> trimestre 1996	3 <sup>e</sup> trimestre 1996
ACTIONS.....	2 630	3 168	50,7	45,9	6 027	- 1 995	6,2	7,8
Françaises cotées ...	2 375	3 425	47,2	43,4	5 159	1 313	5,0	4,4
Étrangères.....	255	- 257	3,5	2,5	868	- 3 308	1,2	3,4
OBLIGATIONS.....	1 244	- 674	30,4	34,7	15 584	26 962	22,5	22,2
Françaises .....	601	- 2 170	14,8	22,3	- 1 959	8 857	17,6	16,9
Étrangères.....	643	1 496	15,6	12,4	17 543	18 105	4,9	5,3
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	- 622	- 702	13,4	16,0	- 6 988	- 15 719	63,9	64,9
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	289	477	5,5	3,4	- 103	3 543	7,4	5,1
Français .....	301	496	5,1	3,0	- 350	3 497	7,3	5,0
Étrangers.....	- 12	- 19	0,4	0,4	247	46	0,1	0,1
<b>TOTAL.....</b>	<b>3 541</b>	<b>2 269</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>14 520</b>	<b>12 791</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16					Mise à jour le 30 avril 1997			

### **3.1. Les ménages**

Les *ménages* ont considérablement accéléré l'allégement de leur portefeuille de valeurs mobilières au quatrième trimestre 1996, notamment en titres d'OPCVM et en actions. Ils se sont portés vendeurs nets de toutes les catégories de titres dans des proportions beaucoup plus importantes qu'au trimestre précédent, à l'exception de celles relatives aux obligations.

Près de 80 % des transactions effectuées par les *ménages* ont concerné des titres d'OPCVM français (58 % pour les titres d'OPCVM monétaires et 21 % pour les autres titres d'OPCVM). Par conséquent, le volume des transactions sur les actions et les obligations demeure peu important.

### **3.2. Les sociétés**

Au quatrième trimestre 1996, les *sociétés* se sont portées acquéreurs d'obligations françaises et étrangères et surtout d'autres titres d'OPCVM français, mais elles ont été vendeurs nets d'actions françaises cotées et de titres d'OPCVM monétaires. Près de 80 % des transactions ont concerné les titres d'OPCVM français, dont environ 74 % de titres d'OPCVM monétaires.

### **3.3. Les non-résidents, clients des dépositaires français**

Plus de la moitié des transactions des *non-résidents, clients des dépositaires français* au quatrième trimestre 1996, ont été réalisées sur les actions (50,7 %, dont 47,2 % sur les actions françaises cotées). Les *non-résidents, clients des dépositaires français*, apparaissent globalement en tant qu'acheteurs nets d'octobre à décembre 1996, en raison de flux positifs enregistrés sur toutes les catégories de valeurs à l'exception des titres d'OPCVM monétaires.

### **3.4. Les « Divers »**

Les « *Divers* » ont accru légèrement leurs investissements nets au quatrième trimestre 1996. Ils détiennent environ 40 % des encours de valeurs mobilières et réalisent plus de 40 % des transactions. Ce secteur reste très actif sur les titres d'OPCVM français (71 % de leurs transactions, dont 64 % sur les OPCVM monétaires).

On notera enfin que tous les secteurs résidents ont continué de concentrer sur les titres d'OPCVM monétaires l'essentiel de leurs transactions.

#### 4. Approche par réseaux

**DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN  
DES DIFFÉRENTES VALEURS  
PAR SECTEURS ET PAR RÉSEAUX**

	Décembre 1995 – Décembre 1996		Septembre 1995 – Septembre 1996	
	Banques d'affaires	Autres banques	Banques d'affaires	Autres banques
<b>MÉNAGES</b>				
Actions.....	4 ans et 5 mois	3 ans et 3 mois	5 ans et 3 mois	3 ans et 8 mois
Obligations.....	4 ans et 4 mois	7 ans et 1 mois	4 ans et 7 mois	7 ans et 2 mois
Titres d'OPCVM monétaires.....	1 an et 3 mois	7 mois et 6 jours	1 an et 5 mois	8 mois et 19 jours
Autres titres d'OPCVM.....	3 ans et 6 mois	4 ans et 1 mois	3 ans et 8 mois	4 ans et 1 mois
<b>SOCIÉTÉS</b>				
Actions.....	5 ans et 8 mois	3 ans et 4 mois	7 ans et 4 mois	3 ans et 6 mois
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 2 jours	1 mois et 25 jours	1 mois et 28 jours	1 mois et 28 jours
Autres titres d'OPCVM.....	6 mois et 21 jours	1 an	6 mois	1 an et 3 mois
<b>NON-RÉSIDENTS</b>				
Actions .....	ns	ns	ns	ns
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	7 mois et 13 jours	3 mois et 23 jours	4 mois et 19 jours	3 mois et 1 jour
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 4 mois	2 ans	2 ans et 4 mois	2 ans et 3 mois
<b>DIVERS</b>				
Actions.....	2 ans et 7 mois	1 an et 5 mois	2 ans et 7 mois	1 an et 6 mois
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 28 jours	1 mois et 17 jours	2 mois et 17 jours	1 mois et 21 jours
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 5 mois	1 an et 1 mois	2 ans et 3 mois	1 an
<b>TOTAL DES SECTEURS</b>				
Actions.....	6 ans et 8 mois	2 ans et 3 mois	6 ans et 11 mois	2 ans et 6 mois
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	3 mois et 1 jour	2 mois et 13 jours	2 mois et 28 jours	2 mois et 24 jours
Autres titres d'OPCVM.....	1 an et 11 mois	2 ans et 4 mois	1 an et 9 mois	2 ans et 5 mois

ns : non significatif

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

Les durées de détention apparentes sont sensiblement différentes pour la clientèle des banques d'affaires et pour celle des banques de dépôts.

#### – *Les actions*

Les *actions* détenues par les *ménages* sont conservées plus longtemps par la clientèle des banques d'affaires que par celle des banques de dépôts (4 ans et 5 mois, contre 3 ans et 3 mois). Il semble donc que les portefeuilles de moyenne ou faible importance des clients des banques de dépôts soient moins stables que les gros portefeuilles, qui sont plutôt déposés dans les banques d'affaires.

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

#### – *Les obligations*

La durée de détention moyenne des *obligations* par les *ménages* est relativement longue dans les autres banques (7 ans et 1 mois), une partie sans doute importante des titres étant gardée jusqu'à maturité. À l'inverse, les ménages, clients des banques d'affaires, conservent moins longtemps les obligations afin de tirer profit des fluctuations des cours observées sur les marchés.

#### – *Les titres d'OPCVM*

Si l'on compare, au sein de chacun des groupes, le comportement de la clientèle des banques d'affaires et celui de la clientèle des autres banques, on observe une durée de détention des *titres d'OPCVM monétaires* plus longue de la part des clients des banques d'affaires (à l'exception des sociétés). Les *ménages*, quelle que soit la catégorie de l'établissement dépositaire, conservent leurs titres monétaires au moins 7 mois. Pour tous les *autres secteurs résidents*, cette durée dépasse rarement 3 mois.

S'agissant des *autres titres d'OPCVM*, on constate peu d'écart entre la durée de conservation chez les banques d'affaires et chez les autres banques pour les *ménages* et les *non-résidents, clients des dépositaires français*. Toutefois, pour les *sociétés* et les «*Divers*», les durées de détention sont sensiblement différentes d'une catégorie de banques à l'autre.

D'après les données de l'échantillon, le montant du portefeuille moyen des personnes physiques s'élevait à fin décembre 1996 à 1 147 332 francs dans les banques d'affaires et à 120 235 francs dans les banques de dépôts. L'étude des durées de détention des portefeuilles-titres par établissement met donc simultanément en évidence les différences de comportement entre les petits porteurs et les détenteurs de portefeuilles plus importants.

## ENQUÊTES

Les transactions sur valeurs mobilières en France au quatrième trimestre 1996

## ANNEXE

**REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ENQUÊTE EN FLUX  
PAR RAPPORT À L'ENQUÊTE EN STOCKS  
au 31 décembre 1996**

(en pourcentage)

	Ménages	Sociétés	Non-résidents	« Divers »	TOTAL	Banques d'affaires	Banques de dépôts
ACTIONS.....	60,4	49,4	76,1	34,1	54,8	69,6	42,3
Françaises cotées .....	60,8	43,1	76,8	34,2	55,7	71,7	42,4
Étrangères.....	58,3	75,6	54,7	33,3	49,5	58,0	41,0
OBLIGATIONS.....	68,4	68,9	43,7	35,9	42,9	67,4	33,9
Françaises .....	68,0	64,1	20,1	36,1	40,7	63,1	33,5
Étrangères.....	78,2	88,2	94,4	34,8	55,3	82,4	36,5
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	66,3	69,8	70,8	43,9	58,9	63,3	58,0
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	60,3	66,4	59,4	41,7	55,4	58,1	54,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	89,5	98,7	90,0	51,8	79,4	53,7	85,9
<b>TOTAL.....</b>	<b>65,9</b>	<b>64,0</b>	<b>61,9</b>	<b>37,1</b>	<b>49,8</b>	<b>67,5</b>	<b>42,7</b>

Réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 16

Mise à jour le 30 avril 1997

# ENQUÊTE FINANCIÈRE – PREMIER TRIMESTRE 1997

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance menée, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France, auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé, le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible.

---

*Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles*

## Vue d'ensemble

L'amélioration de la situation financière des entreprises et des ménages s'est poursuivie au cours du premier trimestre 1997. La demande de crédit à moyen et long terme des entreprises s'est contractée, alors que la demande de prêts immobiliers de la part des particuliers s'est ralenti.

Compte tenu de l'étroitesse du marché, la concurrence entre établissements de crédit dans la distribution de prêts aux entreprises est demeurée vive ; elle s'est intensifiée pour les prêts aux particuliers.

### *La situation financière des entreprises et des ménages est jugée satisfaisante*

Le patrimoine financier des *particuliers* a peu varié par rapport au quatrième trimestre 1996. Les mouvements de réallocation de portefeuille se sont poursuivis au détriment des comptes à terme, des certificats de dépôt ainsi que des placements en OPCVM et au profit des plans d'épargne-logement, des produits d'assurance et des plans d'épargne populaire. Les placements en actions se sont redressés sous l'effet de la hausse des cours de la bourse. La demande de crédit de trésorerie des particuliers a quelque peu progressé, alors que celle relative aux prêts immobiliers décélérerait sensiblement.

Les trésoreries des *entreprises*, pratiquement inchangées au premier trimestre 1997, demeurent globalement aisées. La situation financière des petites et moyennes entreprises s'est améliorée et apparaît proche de la normale. Les trésoreries des grandes entreprises demeurent larges dans l'ensemble, même si elles se sont quelque peu réduites en liaison avec les résultats bruts d'exploitation, qui ont légèrement diminué. Toutefois, les besoins de fonds de roulement ont continué de s'amoindrir en raison de la poursuite de la baisse des stocks et comme, par ailleurs, les dépenses d'investissement ont fléchi au cours du premier trimestre 1997, les utilisations nouvelles de crédits à court, moyen et long terme se sont repliées.

Pour les prochains mois, les établissements de crédit interrogés estiment que la demande de crédit des particuliers à court et à long terme, ainsi que la demande de prêts à moyen et long terme des entreprises, devraient progresser.

### *La concurrence entre établissements de crédit est demeurée vive*

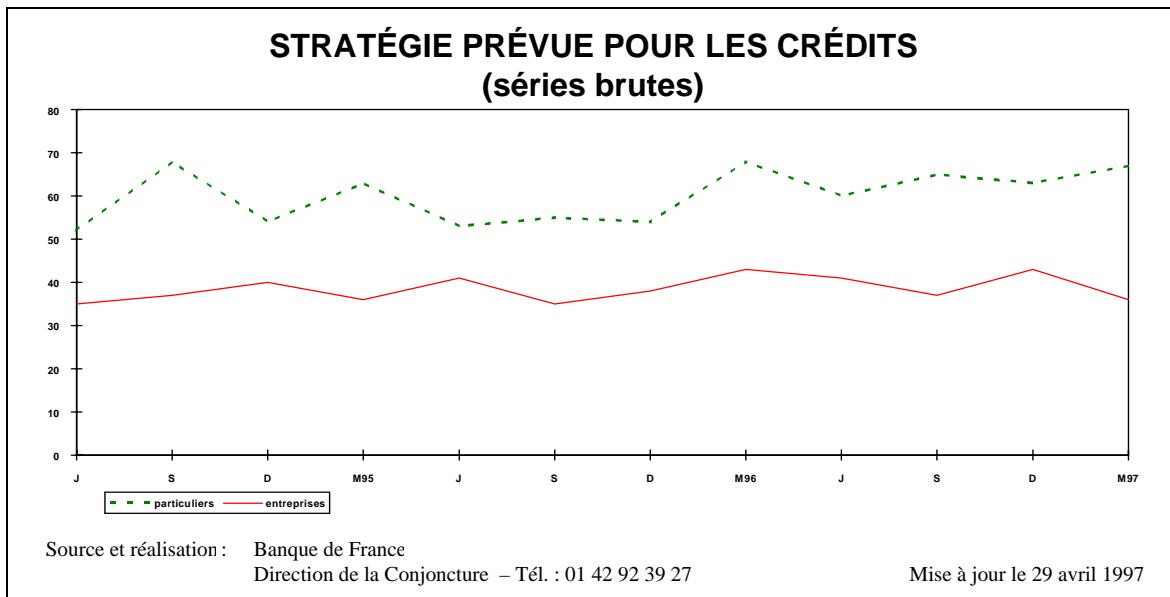
Au cours du premier trimestre 1997, la compétition entre établissements est restée forte en matière de distribution du crédit, particulièrement du crédit à l'habitat. Pour la collecte de fonds, la concurrence, en revanche, est apparue moins marquée.

La baisse des taux débiteurs et créditeurs s'est poursuivie, à un rythme toutefois plus modéré qu'en 1996. En dépit d'un relèvement des prix des services, habituel en début d'année, les marges bancaires se sont de nouveau amenuisées.

## 1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du premier trimestre 1997, la concurrence est restée forte dans le domaine de la distribution du crédit, alors même que l'offre demeurait largement supérieure à la demande et même s'intensifiait pour les prêts aux particuliers. Les taux d'intérêt, créateurs et débiteurs, ont continué de diminuer et les marges se sont de nouveau resserrées.

Évolutions passées sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT							
	2 <sup>e</sup> trim. 1995	3 <sup>e</sup> trim. 1995	4 <sup>e</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1996	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997
Concurrence sur les placements								
– des particuliers .....	44	24	30	51	36	23	25	24
– des entreprises .....	39	37	31	24	26	23	24	24
Concurrence sur les crédits								
– aux particuliers .....	62	54	52	71	71	69	59	78
– aux entreprises .....	61	53	49	68	60	48	61	59
Stratégie prévue pour les placements								
– des particuliers .....	39	47	50	52	37	46	48	42
– des entreprises .....	29	29	22	21	17	24	25	20
Stratégie prévue pour les crédits								
– aux particuliers .....	53	55	54	68	60	65	63	67
– aux entreprises .....	41	35	38	43	41	37	43	36
Rémunération des placements								
– des particuliers .....	- 1	- 18	- 55	- 63	- 43	- 32	- 34	- 28
– des entreprises .....	4	- 8	- 54	- 63	- 44	- 40	- 38	- 25
Taux des crédits								
– aux particuliers .....	- 17	- 29	- 54	- 65	- 52	- 50	- 51	- 50
– aux entreprises .....	- 29	- 28	- 61	- 68	- 57	- 60	- 52	- 39
Prix des services								
– aux particuliers .....	8	14	14	23	9	11	10	20
– aux entreprises .....	8	11	9	24	8	8	9	21
Marges bancaires.....	- 37	- 26	- 36	- 33	- 33	- 31	- 29	- 34
Évolution prévue de la demande de crédit .....	24	15	5	28	13	22	22	26



### ***En matière de crédits***

Les banques ont intensifié leurs actions face à une demande toujours hésitante.

S'agissant des *entreprises*, la compétition est demeurée très vive, compte tenu de l'étroitesse du marché. Les établissements de crédit continuent d'offrir des conditions très attractives, parfois exceptionnelles sur le long terme, et mènent une stratégie vigoureuse non seulement en matière de taux mais aussi sur l'ensemble des frais de dossier, s'abstenant même, parfois, d'exiger des garanties.

Sur le marché des *particuliers*, la concurrence entre établissements s'est renforcée. Elle se manifeste notamment dans le domaine des prêts à l'habitat, pour lesquels les banques reçoivent de nombreuses demandes de renégociation ; l'offre de prêts à taux variable est souvent l'occasion de réduire les conditions offertes.

### ***En matière de placements***

La concurrence est moins intense. Les banques cherchent avant tout à fidéliser leur clientèle par le biais d'une gestion plus personnalisée. Les placements à taux réglementés restent très appréciés ; les plans d'épargne-logement, dont les taux ont été réduits en janvier, ont bénéficié, à cette occasion, d'une promotion très dynamique. La concurrence porte cependant davantage sur les produits d'assurance-vie, dont les conditions de rémunération offrent aux banques des marges de manœuvre supérieures.

### ***Évolution des taux d'intérêt, des prix des services et des marges bancaires***

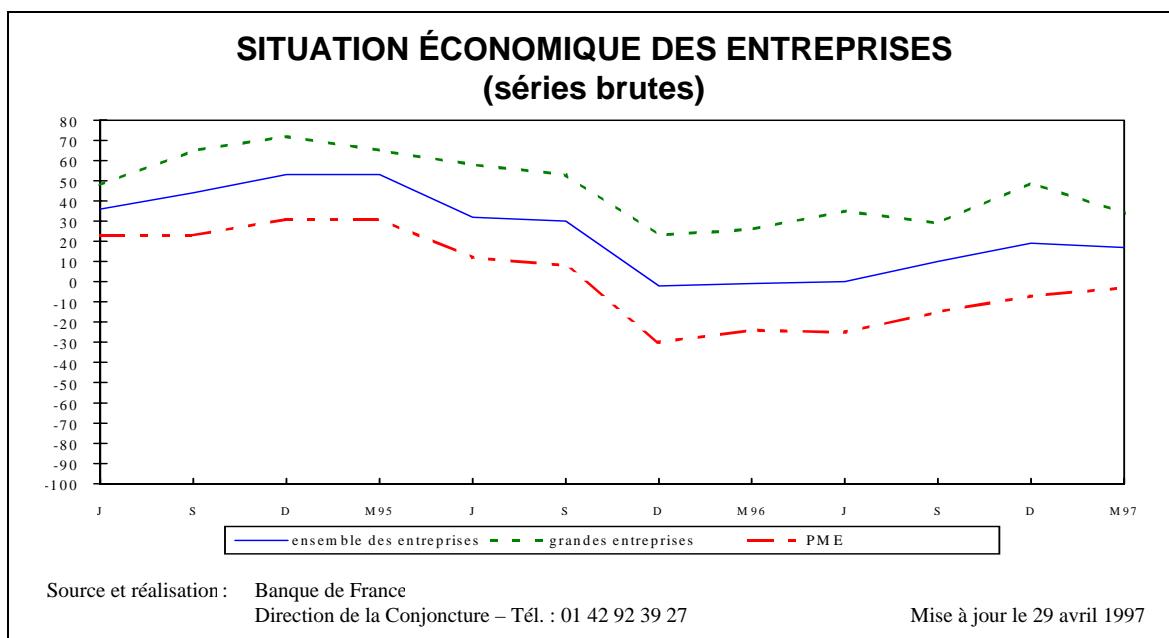
La baisse des taux d'intérêt, débiteurs et créateurs, s'est poursuivie, à un rythme toutefois plus modéré qu'en 1996. Le mouvement le plus net a concerné les conditions des prêts aux particuliers. En dépit d'un léger réajustement à la hausse des prix des services en début d'année, les marges bancaires se sont de nouveau resserrées.

### ***Évolution prévue de la demande de crédit***

Les établissements de crédit prévoient une progression sensiblement plus forte de la demande de crédit au cours du deuxième trimestre 1997.

## 2. Le comportement des entreprises

<b>SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES</b>								
(en données brutes)								
Évolutions passées sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1995	3 <sup>e</sup> trim. 1995	4 <sup>e</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1996	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997
Situation de trésorerie en fin de période								
– ensemble des entreprises .....	32	30	- 2	- 1	0	10	19	17
– grandes entreprises .....	58	53	23	26	35	29	49	34
– PME .....	12	8	- 30	- 24	- 25	- 15	- 7	- 3
Situation de trésorerie prévue								
– ensemble des entreprises .....	17	11	- 8	1	- 2	- 1	8	7
– grandes entreprises .....	29	30	12	16	12	15	22	20
– PME .....	6	2	- 31	- 12	- 23	- 17	- 4	1
Difficultés de paiement .....	- 14	- 8	12	2	5	- 3	3	2
Résultats bruts d'exploitation .....	35	5	- 30	- 12	- 23	- 17	- 1	- 6
Besoins en fonds de roulement .....	18	6	21	12	17	3	- 1	- 6
Investissements globaux .....	20	- 16	- 9	- 2	- 4	- 12	8	- 10
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme .....	2	- 4	16	- 1	2	9	- 6	- 2
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme .....	11	- 18	2	- 3	- 8	- 9	11	- 11
Situation de l'endettement global .....	- 27	- 21	- 17	- 18	- 19	- 13	- 22	- 21
Dépôts à vue (encours moyen) .....	14	9	2	5	5	12	9	0
Placements nouveaux liquides .....	49	41	6	- 33	- 42	- 40	- 40	- 30
Placements nouveaux en titres négociables .....	- 13	- 4	- 15	12	2	6	8	- 2
– dont : Titres d'OPCVM .....	- 16	- 16	- 20	15	16	9	10	5
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie .....	8	3	22	9	6	10	9	4
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long terme .....	21	1	- 2	20	2	4	20	18



La situation de trésorerie des entreprises n'a guère varié, dans l'ensemble, au premier trimestre 1997 et demeure, globalement, satisfaisante.

La situation financière des petites et moyennes entreprises, qui s'est légèrement redressée au premier trimestre, apparaît, à présent, proche de la normale. Les trésoreries des grandes entreprises, tout en demeurant très aisées, se sont quelque peu réduites.

La situation demeure, toutefois, contrastée selon les secteurs. Les entreprises du commerce de détail continuent de connaître des difficultés de trésorerie ; la situation des entreprises du bâtiment s'est dégradée en raison de conditions climatiques peu favorables au début du premier trimestre ; au contraire, la situation financière des entreprises du textile et des transports semble s'être stabilisée. Au cours des prochains mois, les trésoreries devraient continuer de s'améliorer dans l'ensemble des firmes.

Les difficultés de paiement, qui avaient légèrement progressé au dernier trimestre 1996 sous l'effet des perturbations dans les transports, demeurent faibles dans l'ensemble. Cependant, les résultats bruts d'exploitation apparaissent, au premier trimestre 1997, en diminution par rapport au trimestre précédent ; cette évolution, perceptible tant chez les grandes entreprises que chez les petites, n'a toutefois pas eu d'effet sur les besoins de fonds de roulement qui connaissent une nouvelle baisse grâce à la sensible décroissance des stocks, jugés maintenant faibles. Les utilisations nouvelles de crédits à court terme se sont ainsi inscrites en repli pour le deuxième trimestre consécutif.

Après une légère amélioration du courant d'investissement observée au cours du dernier trimestre 1996, les dépenses d'équipement se sont contractées au premier trimestre 1997. Parallèlement, les utilisations de prêts à moyen et long terme ont diminué. Les projets d'investissement présentés au premier trimestre apparaissent, en effet, de faible ampleur et sont, pour la quasi-totalité, autofinancés ; ils concernent, pour la plupart, du renouvellement de matériel.

Au total, le niveau de l'endettement global, qui n'a que peu varié, demeure sensiblement inférieur à la normale.

La tendance à la forte diminution des placements liquides des entreprises s'est de nouveau confirmée au cours de ce trimestre. L'encours des dépôts à vue est demeuré stable. Les placements nouveaux en titres d'OPCVM continuent de progresser, à un rythme toutefois inférieur à celui observé depuis le début de 1996.

Au cours des prochains mois, la demande de crédit de trésorerie ne devrait pas connaître de progression significative alors que la demande de crédit à moyen et long terme serait en hausse.

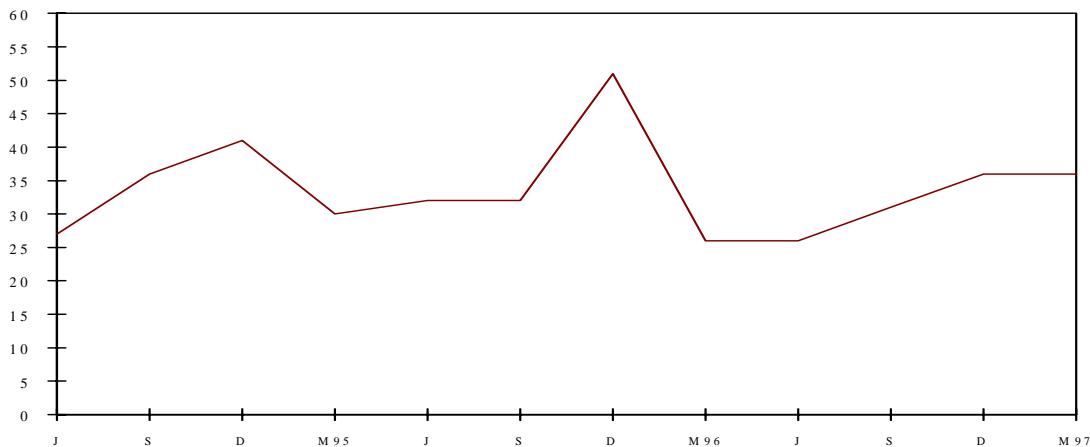
### 3. Le comportement des particuliers

La situation du patrimoine financier des ménages est demeurée stable au premier trimestre. Les réallocations de portefeuille, observées depuis plus d'un an, se sont poursuivies. L'endettement global est en diminution, les utilisations nouvelles de prêts, tant personnels qu'immobiliers, ne compensant que partiellement les tombées enregistrées au cours de ce trimestre.

#### 3.1. Les comportements d'épargne

<b>SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS</b>								
(en données brutes)								
Évolutions passées sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1995	3 <sup>e</sup> trim. 1995	4 <sup>e</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1996	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997
Situation du patrimoine financier .....	32	32	51	26	26	31	36	36
Encours moyens des dépôts à vue .....	3	9	59	- 10	21	18	33	- 1
Encours moyens des livrets.....	- 1	39	78	- 10	4	24	31	41
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt .....	84	25	- 33	- 66	- 74	- 72	- 82	- 72
Placements nouveaux en PEL .....	22	56	87	112	74	75	95	92
Placements nouveaux en PEP.....	9	37	61	73	42	39	48	43
Placements en actions .....	- 33	- 56	- 47	- 16	- 10	- 18	- 1	9
Placements en obligations .....	- 1	- 12	- 22	- 9	- 5	- 10	- 8	- 12
Placements en OPCVM court terme .....	- 49	- 54	- 99	- 25	- 43	- 38	- 69	- 44
Placements en autres OPCVM.....	- 33	- 54	- 72	- 14	- 27	- 22	- 27	- 13

#### PATRIMOINE FINANCIER DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 29 avril 1997

Les encours moyens des dépôts à vue ont connu une diminution saisonnière sous l'effet du règlement des dépenses de fin d'année et du premier tiers provisionnel. Cette baisse apparaît, toutefois, de moindre ampleur que celles observées au cours des trimestres correspondants des années précédentes.

De forts mouvements de réallocation de portefeuille ont encore été observés au premier trimestre 1997. Les arbitrages des ménages continuent d'être défavorables aux comptes à terme et aux certificats de dépôt ainsi qu'aux OPCVM, principalement court terme. La désaffection des particuliers pour les placements en obligations s'est également poursuivie.

Les placements considérés comme les plus attractifs sont toujours les plans d'épargne-logement et les produits d'assurance ainsi que, dans une moindre mesure, les plans d'épargne populaire.

La poursuite de la hausse des cours de bourse a favorisé les placements en actions des particuliers, en augmentation au cours du trimestre.

Les encaisses sur livrets ont de nouveau sensiblement progressé au cours du premier trimestre, sous l'effet d'un accroissement des placements sur livrets A et sur Codevi ; le rythme d'ouverture de « livrets jeunes » semble s'être ralenti.

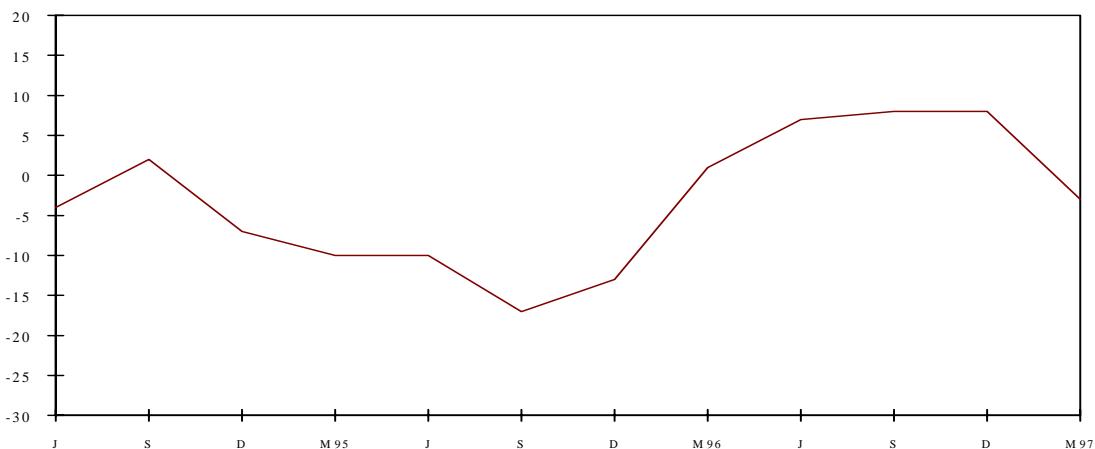
### **3.2. Les comportements d'endettement**

#### **SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS**

(en données brutes)

Évolutions passées sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1995	3 <sup>e</sup> trim. 1995	4 <sup>e</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> trim. 1996	2 <sup>e</sup> trim. 1996	3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	1 <sup>er</sup> trim. 1997
Situation de l'endettement global .....	- 10	- 17	- 13	1	7	8	8	- 3
Difficultés de paiement.....	- 10	- 12	- 3	0	0	- 2	- 5	1
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie.....	21	2	4	20	25	34	20	12
Utilisations nouvelles de prêts personnels .....	47	15	6	43	43	55	37	6
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers .....	4	- 14	17	38	52	52	89	2
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie.....	24	20	10	43	24	32	25	31
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers.....	17	38	22	47	31	46	21	43

#### **ENDETTEMENT GLOBAL DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (séries brutes)**



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 29 avril 1997

Le niveau d'endettement global des particuliers, qui avait progressé au cours de l'année 1996, est de nouveau considéré, par les établissements de crédit interrogés, comme légèrement inférieur à la normale.

Les difficultés de paiement ont très légèrement augmenté sous l'effet des décaissements effectués en début d'année. Parallèlement, les utilisations nouvelles de crédits de trésorerie et de prêts personnels sont en hausse. Ce mouvement est, toutefois, moins fort qu'au cours des trimestres précédents, en raison de la diminution du nombre de prêts accordés au titre d'un achat de véhicule et d'un moindre attrait des particuliers pour les mesures fiscales de déduction des intérêts d'emprunts, dans le cadre de la souscription de crédits à la consommation. De même, les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont très nettement décéléré par rapport aux trimestres antérieurs. L'arrêt, à la fin de 1996, des dispositions de déduction fiscale des intérêts d'emprunts immobiliers pour l'acquisition ou la construction d'un logement neuf apparaît comme la principale cause de ce mouvement.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit devrait s'inscrire en hausse sensible, tant pour les crédits de trésorerie que pour les crédits immobiliers.

# BULLETIN OFFICIEL

---

## **Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire**

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### **Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement**

#### ***MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE***

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

---

#### **Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de mars 1997**

(Hors retraits motivés par le transfert, à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés, de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs liés à l'activité bancaire)

- ◆ Alef bank SA, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 42 rue de Bassano, (*prise d'effet le 31 août 1997*)
- ◆ Banco do Estado de Sao Paulo – Banespa, succursale, Courbevoie, Hauts-de-Seine, Tour Europe 33 place des Corolles, (*prise d'effet le 31 août 1997*)
- ◆ L'Lione finance, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 11 avenue Delcassé, (*prise d'effet immédiat*)

#### **Additif aux décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de janvier 1997**

(Hors retraits motivés par le transfert, à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés, de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs liés à l'activité bancaire)

- ◆ Société de crédit à l'habitation, SA, Paris 8<sup>e</sup>, 10 rue de la Ville-l'Évêque, (*prise d'effet immédiat*)

**MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS  
RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE**

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

**A – ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE**

**Agréments, retraits d'agrément et autres modifications devenus effectifs  
et décisions de retrait à effet différé prises  
au cours du premier trimestre 1997**

**1. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque**

**1.1. Banques**

**– Sociétés de droit français adhérent à l'Association française des Banques**

*Agréments*

- ♦ ABN-Amro Hoare Govett France, SA, Paris
- ♦ Banque du développement des PME – BDPME, SA, Maisons-Alfort, (Val-de-Marne)

*Retraits d'agrément*

- ♦ Alef bank SA, SA, Paris, *prise d'effet le 31 août 1997*
- ♦ Caisse foncière de crédit – CFC, SA, Paris

**– Succursales d'établissements ayant leur siège dans des pays tiers  
adhérant à l'Association française des Banques**

*Retrait d'agrément*

- ♦ Banco do Estado de Sao Paulo – Banespa, succursale, Courbevoie, (Hauts-de-Seine),  
Sao Paulo, (BR), *prise d'effet le 31 août 1997*

*Modification*

- ♦ Crédit suisse First Boston, succursale, Paris, Zurich, (CH)  
au lieu de  
Crédit suisse, succursale, Paris, Zurich, (CH)

**2. Sociétés financières**

**2.3. Sociétés affiliées à la Caisse nationale de crédit agricole**

*Retrait d'agrément*

- ♦ Campydex, SA, Montauban, (Tarn-et-Garonne)

## 2.5. Sociétés affiliées à la Chambre syndicale des Sociétés anonymes de crédit immobilier

### *Modifications*

- ♦ Crédit immobilier Alpes-Méditerranée-CIAM, société anonyme de crédit immobilier, SA, Paris  
au lieu de  
Crédit immobilier Alpes-Méditerranée-CIAM, société anonyme de crédit immobilier, SA, Nice,  
(Alpes Maritimes)
- ♦ Société anonyme de crédit immobilier de Loire Atlantique-CILA, SA, Nantes,  
(Loire-Atlantique)  
au lieu de  
CILA – Crédit immobilier de Loire-Atlantique, société anonyme de crédit immobilier, SA, Nantes,  
(Loire-Atlantique)

## 2.7. Sociétés financières exerçant divers types d'activité adhérent à l'ASF

### **– Sociétés financières autres que maisons de titres**

#### *Agréments*

- ♦ Arroche, SA, Paris
- ♦ Chrysler Financial France, SA, Boulogne-Billancourt, (Hauts-de-Seine)
- ♦ FMN Factoring SAS, société par actions simplifiée, Paris
- ♦ Finifac, société par actions simplifiée, Paris
- ♦ IFN Finance SA, SA, Paris
- ♦ Société privée d'investissements Monceau 19 – SPIM 19, SA, Paris
- ♦ Transmédia la carte restaurant, SA, Paris

#### *Retraits d'agrément*

- ♦ Crédit du Pacifique – Nouvelle Calédonie – « Crédipac – NC », SA, Nouméa,  
(Nouvelle Calédonie)
- ♦ Daf Finance France, SA, Cergy, (Val-d'Oise), *prise d'effet le 31 mai 1997*
- ♦ FMN France SARL – FMN Factoring, société à responsabilité limitée, Paris
- ♦ Société de crédit à l'habitation, SA, Paris
- ♦ Sofinest, SA, Mulhouse, (Haut-Rhin), *prise d'effet le 31 mai 1997*

### *Modifications*

- ♦ Acti-Bail Lyon, SA, Lyon, (Rhône)  
au lieu de  
Compagnie financière de crédit-bail, SA, Lyon, (Rhône)

- ♦ Crédit financier lillois, SA, Roubaix, (Nord)  
au lieu de  
Crédit financier lillois, SA, Paris
- ♦ Mercedes-Benz financement, SA, Le Chesnay, (Yvelines)  
au lieu de  
Solovam – Mercedes-Benz financement, SA, Le Chesnay, (Yvelines)

**– Maisons de titres**

*Retraits d'agrément*

- ♦ L'Lione action, SA, Paris
- ♦ L'Lione finance, SA, Paris
- ♦ Société financière auxiliaire, SA, Paris

*Modifications*

- ♦ Crédit suisse First Boston (France) SA, SA, Paris  
au lieu de  
CS First Boston France, SA, Paris
- ♦ Dresdner Kleinwort Benson, société en commandite par actions, Paris  
au lieu de  
Kleinwort Benson, Gimar SCA (Kleinwort Benson, Gimar et Cie), société en commandite par actions, Paris

**B – SUCCURSALES D’ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT  
DE L’ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN  
RELEVANT DU LIBRE ÉTABLISSEMENT**

*Supprimer*

- ♦ BVH Bank für Vermögensanlagen und Handel AG, succursale, Paris

**C – ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS  
POUR EXERCER LEUR ACTIVITÉ À MONACO**

**1. Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque**

**1.1. Banques**

**– Sociétés de droit monégasque adhérent à l’Association française des Banques**

*Agrément*

- ♦ Republic national bank of New York (Monaco) SA, SA, Monaco, (Monaco).

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

du 1<sup>er</sup> au 30 avril 1997

### **Comité de la réglementation bancaire et financière**

#### ***Instruction n° 4-97 relative à l'abaissement du seuil de déclaration des risques***

– en date du 3 avril 1997

Le seuil prévu par l'article 4 de l'instruction n° 1-93 du 25 janvier 1993, prise en application du règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière n° 86-09 du 27 février 1986, modifié par le règlement n° 95-03 du 21 juillet 1995 et relatif à la centralisation des risques, est abaissé à 500 000 francs à compter de la centralisation des encours de risques à fin juillet 1997, réalisée en août.

### **Banque de France**

#### ***Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % octobre 2004, 5,50 % avril 2007 et TEC 10 janvier 2009 (Communiqué de la Banque de France)***

– en date du 1<sup>er</sup> avril 1997

Le jeudi 3 avril 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 20 milliards de francs et 22 milliards dont 2 milliards à 4 milliards pour l'OAT TEC 10.

1. OAT 6,75 % octobre 2004 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996. Coupon annuel : 135 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 25 avril 1997, soit 67,32 francs par obligation.

2. OAT 5,50 % avril 2007 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel 110 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

3. OAT TEC 10 janvier 2009 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997.

Remboursement en totalité au pair le 25 janvier 2009.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 avril 1997.

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

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

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

**OAT 6,75 % OCTOBRE 2004**

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,80	350 000 000	350 000 000	106,80
106,78	2 000 000 000	2 350 000 000	106,78
106,76	2 350 000 000	4 700 000 000	106,77
106,74	2 450 000 000	7 150 000 000	106,76
106,72	400 000 000	7 550 000 000	106,76
106,70	2 100 000 000	9 650 000 000	106,75
106,68	200 000 000	9 850 000 000	106,74
106,66	200 000 000	10 050 000 000	106,74
106,60	1 400 000 000	11 450 000 000	106,73
106,50	900 000 000	12 350 000 000	106,71
106,40	500 000 000	12 850 000 000	106,70
Prix limite retenu : 106,78 % (taux de rendement : 5,61 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,78 % (taux de rendement : 5,61 %)			

**OAT 5,50 % AVRIL 2007**

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
96,68	250 000 000	250 000 000	96,68
96,66	3 700 000 000	3 950 000 000	96,66
96,64	9 450 000 000	13 400 000 000	96,65
96,62	2 025 000 000	15 425 000 000	96,64
96,62	4 725 000 000	20 150 000 000	96,64
96,60	2 250 000 000	22 400 000 000	96,63
96,58	700 000 000	23 100 000 000	96,63
96,56	400 000 000	23 500 000 000	96,63
96,54	650 000 000	24 150 000 000	96,63
96,52	500 000 000	24 650 000 000	96,63
96,50	2 500 000 000	27 150 000 000	96,61
96,46	500 000 000	27 650 000 000	96,61
96,40	500 000 000	28 150 000 000	96,61
Prix limite retenu : 96,62 % (taux de rendement : 5,96 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 30,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 96,64 % (taux de rendement : 5,96 %)			

**COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION**

	Séance du 6 mars 1997	Séance du 3 avril 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	14 930	15 425	495
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	5,56	5,96	0,40
– au prix moyen pondéré.....	5,56	5,96	0,40

<b>OAT TEC 10 JANVIER 2009</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
101,98	100 000 000	100 000 000	101,98
101,94	200 000 000	300 000 000	101,95
101,92	500 000 000	800 000 000	101,93
101,90	1 500 000 000	2 300 000 000	101,91
101,88	1 200 000 000	3 500 000 000	101,90
101,88	300 000 000	3 800 000 000	101,90
101,86	450 000 000	4 250 000 000	101,89
101,84	800 000 000	5 050 000 000	101,89
101,82	800 000 000	5 850 000 000	101,88
101,80	850 000 000	6 700 000 000	101,87
101,78	200 000 000	6 900 000 000	101,86
101,76	600 000 000	7 500 000 000	101,86
101,70	500 000 000	8 000 000 000	101,85
101,60	100 000 000	8 100 000 000	101,84
101,50	600 000 000	8 700 000 000	101,82
Prix limite retenu : 101,88 %			
Demandes servies à ce prix limite : 80,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 101,90 %			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	Séance du 6 mars 1997	Séance du 3 avril 1997	Différence
	9 050	3 500	- 5 550

– Résultat global de l’adjudication  
du 3 avril 1997

(Communiqué de la Banque de France  
en date du 4 avril 1997)

Dans le cadre de l’adjudication d’obligations assimilables du Trésor (OAT) du 3 avril 1997, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 561 millions de francs pour les

offres d’avant séance et 2 332 millions pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 21 275 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s’élève donc au total à 24 168 millions de francs se répartissant comme suit.

	(en millions de francs)			
	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 6,75 % octobre 2004 .....	2 350	63	271	2 684
OAT 5,50 % avril 2007 .....	15 425	380	1 995	17 800
OAT TEC 10 janvier 2009.....	3 500	118	66	3 684
<b>Total.....</b>	<b>21 275</b>	<b>2 893</b>		<b>24 168</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

**Adjudication d'obligations assimilables  
du Trésor 6,75 % avril 2002 et de  
5,50 % avril 2007 en écus  
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 8 avril 1997

Le jeudi 10 avril 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 400 millions d'écus et 600 millions.

Les caractéristiques des OAT sont les suivantes :

1. OAT 6,75 % avril 2002 de 500 écus.  
Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 33,75 écus payable le 24 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2002.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 24 avril 1997, soit 33,66 écus par obligation.

2. OAT 5,50 % avril 2007 de 500 écus.  
Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 27,5 écus payable le 24 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 24 avril 1997, soit 27,425 écus par obligation.

Les soumissionnaires devront présenter leurs soumissions par tranche de 5 millions d'écus ou multiples, et exprimer les prix d'acquisition en multiples de 0,02 % de la valeur nominale.

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 jusqu'au vendredi 11 avril 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjugé en séance pour chacune des lignes de titres.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus lors des trois précédentes séances d'adjudication en écus (janvier, février et mars 1997).

**OAT 6,75 % AVRIL 2002 DE 500 ÉCUS**

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,06	10 000 000	10 000 000	106,06
106,04	110 000 000	120 000 000	106,04
106,02	145 000 000	265 000 000	106,03
106,00	110 000 000	375 000 000	106,02
105,98	80 000 000	455 000 000	106,01
105,96	150 000 000	605 000 000	106,00
105,94	100 000 000	705 000 000	105,99
105,92	25 000 000	730 000 000	105,99
105,90	60 000 000	790 000 000	105,98
105,88	15 000 000	805 000 000	105,98
105,80	70 000 000	875 000 000	105,97
105,70	50 000 000	925 000 000	105,95
105,50	50 000 000	975 000 000	105,93
Prix limite retenu : 106,02 % (taux de rendement : 5,35 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,03 % (taux de rendement : 5,34 %)			

<b>OAT 5,50 % AVRIL 2007 DE 500 ÉCUS</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
94,46	5 000 000	5 000 000	94,46
94,44	5 000 000	10 000 000	94,45
94,40	85 000 000	95 000 000	94,41
94,38	180 000 000	275 000 000	94,39
94,36	185 000 000	460 000 000	94,38
94,34	125 000 000	585 000 000	94,37
94,32	115 000 000	700 000 000	94,36
94,30	70 000 000	770 000 000	94,36
94,28	45 000 000	815 000 000	94,35
94,24	40 000 000	855 000 000	94,35
94,20	70 000 000	925 000 000	94,34
94,14	20 000 000	945 000 000	94,33
94,10	50 000 000	995 000 000	94,32
94,00	80 000 000	1 075 000 000	94,30
93,90	50 000 000	1 125 000 000	94,28
Prix limite retenu : 94,38 % (taux de rendement : 6,27 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 94,39 % (taux de rendement : 6,27 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 13 mars 1997	Séance du 10 avril 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	350	275	-75
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,17	6,27	0,10
– au prix moyen pondéré.....	6,17	6,27	0,10

– *Résultat global de l'adjudication*

*du 10 avril 1997*

*(Communiqué de la Banque de France  
en date du 11 avril 1997)*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % avril 2002 et

5,50 % avril 2007 en écus du 10 avril 1997, aucune offre non compétitive n'a été présentée par les spécialistes en valeurs du Trésor.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 540 millions d'écus se répartissant comme suit.

	(en millions d'écus)		
	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
OAT 6,75 % avril 2002.....	265	–	265
OAT 5,50 % avril 2007.....	275	–	275
TOTAL .....	540	–	540

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

## **Textes législatifs et gouvernementaux**

JO DU 1<sup>er</sup> AU 30 AVRIL 1997

JO DU 5 AVRIL 1997

Arrêté du 21 mars 1997 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de février 1997.

JO DU 11 AVRIL 1997

Décret n° 97-326 du 10 avril 1997 relatif à la durée du travail dans les établissements de banque, de finance, de crédit, d'épargne et de change.

Arrêté du 27 mars 1997 portant homologation d'un règlement de la Commission des opérations de bourse.

Arrêté du 27 mars 1997 portant homologation de dispositions du règlement général du Conseil des marchés financiers.

JO DU 17 AVRIL 1997

Décret n° 97-355 du 15 avril 1997 autorisant la participation de l'État au capital de la société en cours de constitution Télé France internationale.

Arrêté du 7 avril 1997 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de mars 1997.

JO DU 18 AVRIL 1997

Avis relatif à l'indice du coût de la construction du quatrième trimestre de 1996.

JO DES 21 ET 22 AVRIL 1997

Avis relatif à la liste des établissements relevant de la loi bancaire (loi du 24 janvier 1984 modifiée,

titres premier et IV bis) établie au 31 décembre 1996.

JO DU 23 AVRIL 1997

Arrêté du 22 avril 1997 fixant les modalités de cession au secteur privé d'une partie du capital de la Compagnie des machines Bull.

Arrêté du 22 avril 1997 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % Juillet 1997 remis en paiement des actions de la Compagnie des machines Bull.

Avis de la Commission de la privatisation du 15 avril 1997 relatif à la cession au secteur privé d'une partie du capital de la Compagnie des machines Bull.

JO DU 24 AVRIL 1997

Décret n° 97-388 du 22 avril 1997 modifiant le décret n° 93-70 du 19 janvier 1993 relatif à certaines cessions de titres d'entreprises publiques.

JO DU 26 AVRIL 1997

Arrêté du 15 avril 1997 relatif à la frappe et à la mise en circulation de pièces commémoratives de 500 francs et de 100 francs.

Arrêté du 15 avril 1997 relatif à la frappe et à la mise en circulation des pièces commémoratives de 100 francs d'usage courant.

JO DU 30 AVRIL 1997

Décret n° 97-429 du 23 avril 1997 supprimant l'exercice du contrôle économique et financier de l'État sur la Compagnie des machines Bull.

Arrêté du 22 avril 1997 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 juillet 1997 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable TEC 10 (codes Sicovam n° 19 780 et n° 20 765).