

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 9**

**SEPTEMBRE 1994**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

---

## Le contexte économique et monétaire international

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

Le rythme de croissance de l'économie américaine se ralentit légèrement. En Europe, l'activité se redresse nettement, notamment en Allemagne où la demande intérieure se renforce. Au Japon, la reprise tarde à se faire sentir, même si la récession semble terminée.

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

Le dollar a enregistré un recul marqué, tant contre deutschemark que contre yen, en liaison avec la dégradation du marché obligataire américain et malgré le relèvement par le Système de réserve fédérale de ses taux directeurs ; en fin de période, il s'est passagèrement raffermi à la faveur d'un climat plus favorable dans les négociations commerciales nippo-américaines. La livre sterling a évolué parallèlement au dollar. La lire italienne a été soumise à de fortes pressions. Après le relèvement par la Banque de Suède, le 11 août, de son taux plafond, la couronne suédoise a fait l'objet de dégagements massifs avant de se redresser. Au sein du mécanisme de change européen, le deutschemark a été le principal bénéficiaire des dégagements observés sur le dollar. La bonne tenue de la peseta et de l'escudo a permis aux Banques centrales d'Espagne et du Portugal de réduire leurs taux directeurs. Le franc français a été — avec le florin, le franc belge et la livre irlandaise — l'une des devises les moins affectées par l'appréciation du deutschemark.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique*

La reprise économique, décelée dès novembre 1993 par la Banque de France au vu de ses enquêtes de conjoncture, se confirme, tandis que l'inflation est maîtrisée. Selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail sont restés stables en août, pour le troisième mois consécutif, traduisant une augmentation sur douze mois de 1,7 %. Les comptes nationaux du deuxième trimestre font ressortir une progression du PIB de 1 % en volume (après + 0,7 % au premier trimestre), soutenue par le rebond de la consommation, de l'investissement des entreprises et des ménages, et des exportations. Il ressort des contacts entretenus par la Banque de France avec les chefs d'entreprise que la croissance se poursuit, dans l'industrie, qui bénéficie d'une nette reprise de la demande et d'une amélioration de sa situation financière. L'activité commerciale, après un recul en juillet, s'est, d'après l'enquête de la Banque, redressée en août. Dans le bâtiment, les mises en chantier de logements des sept premiers mois de l'année s'inscrivent en hausse de 21,3 % par rapport à la période correspondante de 1993. L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,6 % au deuxième trimestre et, en juillet ; le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE a fléchi de 0,3 % (après - 0,4 % en juin), ramenant la hausse sur un an à 4 % (contre 10,5 % à la fin de 1993), tandis que le taux de chômage (au sens du BIT) s'établissait, comme en juin, à 12,6 %.

### *La balance des paiements en juin*

L'excédent du commerce extérieur (FAB-FAB), en données cvs, a quelque peu fléchi par rapport à celui du mois de mai (6,3 milliards de francs, contre 7,6 milliards) ; il atteint, pour les six premiers mois de l'année, 37,5 milliards de francs, contre 35,0 milliards pour la période correspondante de 1993. En données brutes, les résultats montrent un net progrès d'un mois à l'autre (8,1 milliards de francs, contre 6,3 milliards en mai), mais l'évolution, pour l'ensemble du semestre, est très voisine (37,8 milliards de francs, contre 35,8 milliards).

Les transactions courantes ont dégagé un excédent de 4,8 milliards de francs, en données brutes (au lieu d'un déficit de 1,5 milliard en mai) ; les *marchandises*, *services* et *revenus de facteurs* ont contribué

conjointement à cette amélioration. Sur les six premiers mois de l'année, le solde positif a plus que doublé (17,5 milliards de francs, contre 7,6 milliards au premier semestre 1993). En données cvs, le solde de juin est au contraire en retrait par rapport à celui du mois de mai (- 0,4 milliard de francs au lieu de + 1,1 milliard), du fait, notamment, d'un excédent moins élevé des *services*.

Les mouvements de capitaux à long terme se soldent par des sorties nettes plus importantes qu'en mai (45,1 milliards de francs, après 17,3 milliards). Les mouvements de capitaux à court terme ont dégagé des entrées nettes de 28,3 milliards de francs, contre 18,6 milliards le mois précédent.

## Les marchés de capitaux en août

L'évolution des marchés de taux d'intérêt a été caractérisée par une progression générale des rendements, particulièrement marquée sur les échéances longues. Cette hausse s'est produite sur les principales places financières mondiales, alors que se multiplient les signaux concordants d'une reprise économique plus forte que prévu. Dans ce contexte, plusieurs facteurs sont venus renforcer la désaffection des investisseurs finaux : l'instabilité et la faiblesse persistante du dollar, le relèvement de leurs taux directeurs par les Banques centrales de Suède et d'Italie, les craintes de tensions inflationnistes aux États-Unis, malgré la décision du Système de réserve fédérale de relever ses taux le 16 août.

Au total, les taux ont enregistré une hausse croissante suivant les échéances, entraînant une accentuation de la pente de la courbe des rendements. L'indice des emprunts du gisement est passé de 7,27 % à 7,82 %, retrouvant ainsi, comme en Allemagne, des niveaux proches des plus hauts de l'année, atteints fin juin.

Le volume global des titres de créances négociables a peu varié. En dehors des billets de trésorerie, dont l'encours a faiblement progressé, les évolutions des bons à moyen terme négociables, des certificats de dépôt et des bons des institutions et des sociétés financières se sont toutes traduites par un léger repli.

À la Bourse de Paris, le mouvement de reprise amorcé début juillet a marqué le pas sous l'effet de la remontée des taux obligataires et de la faiblesse persistante du dollar. Le redressement de la tendance intervenu au cours des tout derniers jours du mois a cependant permis à l'indice CAC 40 de clôturer à un niveau proche de celui atteint en juillet.

## Les agrégats monétaires

En juillet, pour le deuxième mois consécutif, tous les agrégats monétaires ont de nouveau progressé. M1 s'est accru de 2,3 % (après 1,7 % en juin), sous l'effet notamment de la vive augmentation des dépôts à vue (+ 2,5 %), M2 de 1,5 % (après 1,1 % en juin) et l'agrégat large M3 de 1,2 % (après 0,3 % en juin). Sur un an, l'évolution des agrégats de monnaie étroits est nettement positive, s'établissant à 6 % pour M1 et 5,8 % pour M2. Cette croissance soutenue reflète surtout la reconstitution des encaisses de transaction liée à l'amélioration de la conjoncture économique.

L'augmentation de l'agrégat M3, en juillet, s'accompagne, pour la première fois depuis plus d'un an, d'une reprise marquée des avoirs monétaires rémunérés à taux de marché qui constituent M3 - M2 (0,9 %), l'encours des titres d'OPCVM court terme, notamment, ayant augmenté de 0,6 %. Sur un an, l'évolution de cet agrégat continue de refléter l'impact des transferts de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, qui se sont produits notamment dans la seconde partie de l'année 1993 et au début de 1994. Néanmoins, le recul de M3 en variation annuelle s'atténue sensiblement et s'établit à 3 % nominalement, au lieu de 3,7 % à la fin du mois précédent, et peut être estimé à 0,2 % seulement en tenant compte des facteurs exceptionnels liés notamment aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation, qui ont influé sur la répartition des placements au cours des douze derniers mois.

La progression de l'agrégat de placement P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) reste très vive et ressort à fin juillet, entre moyennes trimestrielles centrées, à 17,1 % sur un an.

À fin mai, la croissance de l'endettement intérieur total a enregistré une décélération (2,6 % en glissement annuel, après 3,4 % à fin avril) en raison d'un certain ralentissement de la progression de l'endettement de l'État, qui reste néanmoins élevée (13,8 % en glissement annuel, après 16,9 % à la fin du mois précédent).

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit sont restés pratiquement stables au cours des quatre mois terminés en mai. Il apparaît que la situation financière des entreprises leur permet de poursuivre leur mouvement de désendettement tout en autofinçant largement la reprise de l'activité.

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

---

### 2.1. France

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

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

- 2 août** Le président de France Telecom remet au ministre de l'Industrie, des Postes et Télécommunications son rapport sur les moyens de mener à bien le changement de statut de l'opérateur public. Cette réforme n'interviendra cependant pas avant l'élection présidentielle de mars 1995.

##### ***Les comptes des administrations publiques en 1993***

- 4 août** Selon l'INSEE, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques a atteint 5,8 % du PIB en 1993, contre 3,9 % en 1992 et 2,2 % en 1991.

##### ***L'agriculture***

- 22 août** Le ministre de l'Agriculture annonce une baisse des cotisations sociales des agriculteurs de 9 % en moyenne en 1994 par rapport à 1993, grâce à un effort supplémentaire de l'État de FRF 120 millions.
- 23 août** Revalorisation de 10 %, avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier, des petites retraites des exploitants agricoles. Cette mesure coûtera FRF 500 millions à l'État.

##### ***Le blanchiment de l'argent***

- 24 août** Le Garde des Sceaux présente en Conseil des ministres un projet de loi visant à adapter la législation française aux dispositions de la convention du Conseil de l'Europe du 8 novembre dernier relative « au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime ». La notion de blanchiment y est étendue à tous les capitaux illicites, y compris ceux liés à la fraude fiscale.

##### ***La modernisation de l'administration***

- 26 août** Publication du rapport de la mission sur l'organisation et les responsabilités de l'État.

##### ***La fiscalité***

- 31 août** La France et les États-Unis signent une nouvelle convention fiscale.

## Les principaux indicateurs conjoncturels

### *Le PIB*

- 11 août** L'INSEE révisé à la hausse la progression du PIB au premier trimestre (0,7 %, au lieu de 0,5 %) et prévoit pour les trois trimestres suivants des augmentations respectives de 1,1 %, 0,6 % et 0,6 %, soit pour l'ensemble de l'année une croissance supérieure à 2 %.

### *Les perspectives d'activité*

- 4 août** Les industriels, interrogés par l'INSEE dans le cadre de son enquête trimestrielle, jugent que la demande globale en produits industriels a progressé au deuxième trimestre et devrait rester bien orientée dans les prochains mois. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est élevé à 83,2 % en juillet, contre 81,8 % en avril.
- 10 août** Selon l'enquête de l'INSEE du mois de juillet auprès des ménages, ceux-ci sont de plus en plus optimistes mais leurs craintes à l'égard du chômage ne les incitent pas encore à accroître leurs dépenses.
- 12 août** Selon une enquête de l'INSEE, les artisans et petits entrepreneurs du bâtiment prévoient une amélioration de leur activité.

### *La production industrielle*

- 19 août** Malgré un repli de 1,3 % en juin, la production industrielle a augmenté de 2,4 % au deuxième trimestre, après une hausse de 1,0 % au cours des trois mois précédents.

### *Les défaillances d'entreprises*

- 8 août** Le nombre de jugements d'ouverture de procédures en redressement judiciaire rendus en janvier et publiés jusqu'en avril au Bodacc s'élève à 4 917 (en données cvs), après 4 866 en décembre et 4 927 en novembre, selon les statistiques publiées par l'INSEE.

### *Les immatriculations d'automobiles*

- 2 août** En juillet, les immatriculations se sont accrues de 9,3 % (en données brutes), par rapport au mois correspondant de 1993, après une augmentation de 12,1 % en juin et de 26,2 % en mai.

### *Les mises en chantier de logements*

- 25 août** Les mises en chantier de logements neufs ont progressé de 21,3 % au cours des sept premiers mois de l'année.

### *L'emploi*

- 1<sup>er</sup> août** Le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 0,4 % en juin (en données cvs), à 3 333 600. Le taux de chômage est ainsi revenu à 12,6 %, contre 12,7 % en mai et 11,7 % en juin 1993.

**12 août** Selon les chiffres provisoires du ministère du Travail, les effectifs salariés dans le secteur marchand non agricole ont augmenté de 63 700 unités au deuxième trimestre, soit une hausse de 0,4 % par rapport au premier trimestre.

#### ***Les salaires***

**12 août** Le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 0,6 % au deuxième trimestre. Sur un an, sa hausse ressort à 2,4 %.

#### ***Les prix***

**23 août** L'indice définitif publié par l'INSEE fait état d'une stabilité des prix à la consommation en juillet. Sur un an, leur hausse ressort à 1,6 %, contre 1,8 % en juin.

#### ***Les comptes extérieurs***

**23 août** En juin, la balance commerciale a dégagé un excédent de FRF 6,25 milliards. Sur les six premiers mois de l'année, le solde positif (en données cvs) s'élève à FRF 37,4 milliards, contre 35,7 milliards au premier semestre 1993.

**25 août** En mai, la balance des paiements courants a dégagé un solde positif de FRF 1,14 milliard, ce qui porte à 24,2 milliards l'excédent (en données cvs) enregistré depuis le début de l'année.



## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> août** Progression de 0,4 % des dépenses de consommation des ménages aux États-Unis en juin.  
Publication des statistiques des revenus des ménages aux États-Unis en juin (+ 0,1 %) et des dépenses de construction (+ 0,2 % en juin).
- 2 août** Progression de 1 % de la production industrielle allemande en juin.
- 3 août** Commandes à l'industrie en progression de 0,8 % en juin aux États-Unis.  
La Banque d'Espagne abaisse son taux des appels d'offres à 10 jours de 7,5 % à 7,35 %.
- 4 août** Publication du taux de chômage allemand en juillet : 8,3 % en données brutes.  
Progression de 2,2 % des commandes de biens d'équipement en juin en Allemagne occidentale.  
La Banque du Portugal abaisse son taux plancher de 10,50 % à 9,75 %.
- 5 août** Créations d'emplois aux États-Unis en juillet : + 259 000.  
Progression de 0,3 % de la production industrielle en juin au Royaume-Uni.
- 9 août** Déficit commercial de GBP 1,03 milliard en mai au Royaume-Uni.
- 11 août** M. Greenspan indique qu'il est « crucial » que le dollar soit une devise forte.  
Indice des prix à la production en progression aux États-Unis de 0,5 % (+ 0,1 % hors alimentation et énergie) en juillet.  
La Banque de Suède relève son taux plafond de 7,5 % à 8,0 % et le taux de ses prises en pension à 14 jours de 6,92 % à 7,20 %.  
La Banque d'Italie relève de 7,0 % à 7,5 % son taux d'escompte et de 8,0 % à 8,5 % son taux d'avances.
- 12 août** Progression de 0,3 % des prix de détail aux États-Unis en juillet (+ 0,2 % hors alimentation et énergie).  
Publication de l'excédent commercial japonais en juillet : 12,30 milliards de dollars dont 5,63 milliards vis-à-vis des États-Unis.
- 15 août** Progression de 0,2 % en juillet de la production industrielle aux États-Unis.  
Taux d'utilisation des capacités inchangé en juillet aux États-Unis à 83,9 %.
- 16 août** Le Comité d'Open Market du Système de réserve fédérale relève son objectif sur le taux des « Fed funds », le portant de 4,25 % à 4,75 %, contre 3 % en janvier. Il remonte également le taux d'escompte, taux plancher du marché monétaire, de 3,5 % à 4,0 %.  
Diminution du besoin de financement des administrations publiques en juillet au Royaume-Uni : GBP 1,13 milliard, contre 2,84 milliards en juin.  
Maintien par la Banque fédérale d'Allemagne de son objectif de croissance de M3 pour 1994 (4 % à 6 %).

Étranger

- 16 août** M. Rexrodt annonce que la croissance du PIB allemand sera plus forte que prévue en 1994 : + 2,0 % à 2,5 % (et non + 1,0 % à + 1,5 %).
- 17 août** Prix en baisse de 0,5 % en juillet soit + 2,3 % sur un an au Royaume-Uni.  
Taux de chômage en baisse au Royaume-Uni : 9,3 % en juillet, contre 9,4 % en juin.  
Progression de 0,1 % des prix à la production en juillet en Allemagne (0,4 % sur un an).
- 18 août** Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne décide de maintenir le taux d'escompte et le taux Lombard à 4,5 % et 6,0 % et d'effectuer les deux prochaines prises en pension hebdomadaires au taux fixe de 4,85 % en vigueur depuis le 27 juillet.  
Progression de M3 en Allemagne de 9,9 % en rythme annuel en juillet (+ 11,4 % en juin)  
Déficit commercial américain de 9,37 milliards de dollars en juin. Le déficit bilatéral avec le Japon s'élève à 5,52 milliards de dollars en juin, contre 4,39 milliards en mai.
- 22 août** Progression de 1 % du PIB britannique au deuxième trimestre 1994 (+ 3,7 % en rythme annuel).
- 23 août** Progression de 0,2 % des prix en août au Bade-Wurtemberg et de 0,1 % en Rhénanie-du-Nord-Westphalie.
- 24 août** Commandes de biens durables en diminution de 4,2 % en juillet aux États-Unis.
- 25 août** Progression des prix de détail de 0,2 % en Hesse et en Bavière en août.  
Progression des prix de détail de 0,1 % pour l'ensemble de l'Allemagne occidentale en août.
- 26 août** Révision du PIB des États-Unis pour le deuxième trimestre 1994 de 3,7 % à 3,8 %.  
La Banque du Portugal abaisse son taux plancher de 9,75 % à 9,25 % et son taux d'urgence de 12,5 % à 12,0 %.
- 30 août** Recul de 91,3 % à 89,0 % de l'indice de confiance des consommateurs aux États-Unis en août.
- 31 août** Recul de 2,3 % des commandes à l'industrie aux États-Unis en juillet
- 1<sup>er</sup> septembre** Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne décide de ne pas modifier ses taux directeurs, et d'effectuer les deux prochaines prises en pension hebdomadaires au taux maintenu de 4,85 %.
- 12 septembre** La Banque d'Angleterre augmente son taux directeur d'un demi-point, à 5,75 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le rythme de croissance de l'économie américaine se ralentit légèrement. En Europe, l'activité se redresse nettement et notamment en Allemagne, où la demande intérieure se renforce. Au Japon, la reprise tarde à se faire sentir, même si la récession semble terminée.

La **hausse des prix** est restée modérée dans les pays de l'OCDE. Elle s'est légèrement accélérée aux États-Unis (2,9 % en glissement annuel en août, contre 2,8 % en juillet et 2,5 % en juin), ainsi qu'en Allemagne occidentale (3 % en août, contre 2,9 % en juillet), au Royaume-Uni (2,4 % en août, contre 2,3 % en juillet) et en Italie (3,7 %, contre 3,6 %). Elle est restée stable en Espagne à 4,8 % et a ralenti en Belgique (2,4 % en août, contre 2,7 % en juillet) et aux Pays-Bas (2,6 %, contre 2,7 %). Au Japon, le glissement annuel est devenu négatif, à - 0,2 % en juillet, après + 0,6 % en juin.

Les **taux d'intérêt** à long terme ont fléchi en août aux États-Unis et au Canada avant de remonter nettement au cours de la première moitié de septembre. Dans tous les autres pays de l'OCDE, ils se sont tendus dès le mois d'août, particulièrement en Italie où la hausse a été de 80 points de base. Les taux à court terme (1 mois) ont augmenté dans tous les pays, sauf en Belgique et au Canada ; ils sont restés pratiquement stables en Allemagne.

La Banque d'Italie a relevé le 11 août son taux d'escompte de 7,0 % à 7,5 %, et son taux des avances à échéance fixe de 8,0 % à 8,5 %. La Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur d'un demi-point, à 5,75 %, le 12 septembre.

Aux **États-Unis**, le léger ralentissement conjoncturel s'est confirmé. La croissance annuelle des commandes à l'industrie est revenue de 9,5 % en juin à 9,1 % en juillet. Les dépenses de construction ont progressé de 10,2 % en juillet comme en juin ce qui marque une stabilisation de

ce secteur très dynamique depuis le début de l'année. Les dépenses de consommation des ménages, en volume, ont diminué de 0,2 % en juillet, après un accroissement de 0,3 % en juin. En glissement annuel, leur variation est revenue de 3,3 % à fin juin à 2,8 % à fin juillet. En dépit de créations nettes d'emplois moins importantes qu'en juillet (179 000, contre 251 000), le taux de chômage s'est stabilisé à 6,1 % de la population active en août. Le déficit commercial s'est encore creusé, passant de 12,9 milliards de dollars en mai à 13,2 milliards en juin. Sur les six premiers mois de l'année, le solde cumulé s'établit à - 70,2 milliards de dollars, contre - 55,8 milliards de janvier à juin 1993. Le déficit courant a atteint 69,3 milliards de dollars, en augmentation de 52,3 % sur le premier semestre 1993.

Au **Japon**, aucun signe de reprise ne s'est manifesté. La production industrielle a reculé de 1,7 % sur un mois en juillet et de 0,5 % sur un an, après une progression de 0,7 % en juin. Les dépenses de consommation des ménages s'améliorent, mais leur glissement annuel reste négatif (- 0,9 % fin juin en glissement sur un an, contre - 1,7 % fin mai). La situation sur le marché du travail s'est légèrement dégradée, le taux de chômage étant passé de 2,9 % de la population active en juin à 3 % en juillet, niveau qui n'avait pas été atteint depuis juin 1987 durant la récession causée par l'appréciation du yen (« l'endaka »). L'excédent commercial, exprimé en dollars, s'est replié en août. Sur les huit premiers mois de l'année, le solde cumulé libellé en dollars s'établit à 84,7 milliards, en baisse de 1,7 % par rapport aux huit premiers mois de 1993. Compte tenu de l'effet mécanique de l'appréciation du yen, le surplus

libellé en yens s'est replié dans le même temps de 5,9 %.

La vigueur de la reprise se confirme en **Allemagne occidentale**. Le PIB a augmenté de 1 % au deuxième trimestre portant l'avance sur un an du premier semestre à 2 %. Le redressement paraît maintenant plus largement dû à la demande interne. Les commandes à l'industrie et la production suivent une évolution parallèle. La production industrielle se redresse nettement depuis le deuxième trimestre, où elle a augmenté de 2,7 %. En juillet, elle s'est accrue de 2,2 % sur un mois en données cvs, après 1,8 % en juin. Cependant, la production n'atteint qu'à peine le niveau observé lors de l'unification monétaire de juillet 1990. L'indice cvs des commandes à l'industrie en volume marque une augmentation de 0,7 % en juillet par rapport au mois précédent. Comme en juin, les ventes ont vivement progressé sur le marché intérieur (+ 1,8 %). En revanche, les ordres reçus de l'étranger ont corrigé la hausse très forte de juin (- 1,2 % en juillet, après + 4 %).

Le taux de chômage (en données cvs) en Allemagne occidentale est resté stable en août à 8,3 %. La population occupée totale aurait très légèrement augmenté entre juin et juillet (+ 0,05 %). En Allemagne de l'Est, le taux de chômage, disponible uniquement en données brutes, atteint 14,7 %, contre 15,4 % un an auparavant.

Au **Royaume-Uni**, la croissance est très soutenue. Le PIB a progressé de 1 % au deuxième trimestre sur le trimestre précédent, après 0,9 % au premier trimestre, soit un glissement annuel de 3,7 %, après 3,2 %. La production industrielle a progressé de 0,1 % en juillet sur un mois et de 4,8 % sur un an, après 6,3 %. Le glissement sur un an des ventes au détail est resté stable en juillet, à 3,8 %.

La croissance de l'économie a permis une nouvelle réduction du taux de chômage, à 9,2 % de la population active en août, contre 9,3 % en juillet.

Le déficit du commerce extérieur a diminué à GBP 690 millions en juin, après GBP 1 045 millions en mai. Sur les six premiers mois de l'année, il s'est réduit de 15 %.

En **Italie**, l'évolution de la conjoncture est difficile à cerner. D'une part, la reprise de la production industrielle se confirme, avec une hausse de 1,5 % en juillet par rapport au mois précédent, et de 3,9 % en glissement annuel, selon des données provisoires. D'autre part, le redressement de la consommation privée semble avoir marqué une pause cet été. L'enquête sur la confiance des ménages réalisée par l'ISCO (Institut national pour l'étude de la conjoncture) au mois de juillet montre un regain de pessimisme. Les ventes d'automobiles, après une forte augmentation en début d'année, ont reculé de 6,5 % en juillet.

En **Espagne**, après une croissance de 0,4 % au premier trimestre 1994 par rapport au trimestre précédent, le PIB a progressé de 0,2 % au deuxième trimestre. Cette reprise de l'activité continue à faire reculer le taux de chômage qui s'est établi à 16,3 % au mois d'août, contre 16,5 % au mois de juillet, et 18 % en moyenne au premier trimestre.

En juillet, les échanges extérieurs sont apparus mieux orientés qu'en juin, le déficit commercial étant revenu à ESP 194 milliards, après ESP 231 milliards. Toutefois, sur les sept premiers mois de l'année, le solde s'établit à peu près au même niveau que pour la période correspondante de 1993.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a enregistré au mois d'août un recul marqué tant contre deutschemark que contre yen en liaison avec la dégradation du marché obligataire et malgré le relèvement par le Système de réserve fédérale de ses taux directeurs. En fin de période, il s'est toutefois passagèrement repris à la faveur d'un climat plus favorable dans les négociations commerciales nippo-américaines.

Le repli du **dollar** s'est amorcé à la suite de l'échec des négociations commerciales avec le Japon à la date limite du 31 juillet, même si un délai de deux mois est nécessaire avant que des sanctions effectives ne soient éventuellement mises en place. Ce repli s'est ensuite accentué parallèlement à la dégradation du marché obligataire américain qui a mal réagi à la publication des statistiques du chômage au mois de juillet faisant ressortir un nombre de créations d'emplois nettement plus important que prévu. La progression de 0,5 % des prix à la production en juillet et le poids des nouvelles émissions lors de l'opération de refinancement trimestriel du Trésor américain ont également contribué à cette mauvaise orientation. Le relèvement du taux des fonds fédéraux (de 4,25 % à 4,75 %) et du taux d'escompte (de 3,5 % à 4,0 %) décidé par le Système de réserve fédérale n'a constitué qu'un facteur temporaire de soutien de la devise américaine qui a de plus été affectée par les difficultés politiques rencontrées par M. Clinton (démission du sous-secrétaire au Trésor, M. Altman et adoption retardée de la loi sur la criminalité par le Congrès). Le dollar a alors atteint DEM 1,5345 le 22 août.

Contre yen, le dollar a pâti de la publication de l'excédent commercial japonais en juillet (12,3 milliards de dollars dont 5,63 milliards vis-à-vis des États-Unis) et de l'annonce d'une progression de 25 % de mai à juin du déficit commercial bilatéral américano-japonais. Le dollar a atteint au plus bas JPY 97,70, le 22 août.

Au cours des derniers jours du mois d'août, le dollar a toutefois bénéficié tant contre yen que contre deutschemark du climat plus favorable dans les négociations commerciales américano-japonaises reflété par les déclarations de M. Brown, secrétaire d'État américain au

Commerce. La publication du chiffre révisé de la croissance du PIB pour le deuxième trimestre 1994 à +3,8 %, inférieur aux prévisions, a été à l'origine d'un redressement du marché obligataire et d'une brusque appréciation du dollar. Ce mouvement a été conforté en toute fin de période par la publication de plusieurs indicateurs d'activité mettant en évidence un ralentissement du rythme de croissance aux États-Unis (baisse de l'indice de confiance des consommateurs de 91,3 % à 89,0 % en août et recul des commandes à l'industrie de 2,3 % en juillet).

La **livre sterling** a évolué en sympathie avec le dollar. Les anticipations de hausse des taux s'étant dissipées, à la suite de la publication des minutes de l'entrevue du 6 juillet entre le chancelier de l'Échiquier et le gouverneur de la Banque d'Angleterre, la livre sterling a baissé contre toutes monnaies. Elle a atteint son plus bas cours contre deutschemark depuis 17 mois à 2,3750. La livre sterling s'est cependant assez nettement redressée en fin de période, bénéficiant de la meilleure tenue du dollar et de l'annonce d'un cessez-le-feu en Irlande du Nord.

La **lire italienne** a été presque constamment soumise à de fortes pressions liées à des difficultés d'ordre politique. La décision de la Banque d'Italie de remonter ses taux directeurs de 50 points de base le 11 août n'a pas eu d'effet immédiat, et la lire a atteint le 16 août un plus bas niveau historique à ITL 1 024 pour DEM 1. La devise italienne s'est par la suite partiellement reprise, malgré la persistance de dissensions au sein de la coalition gouvernementale, au vu des efforts annoncés pour réduire le déficit budgétaire.

---

La **couronne suédoise**, fragilisée à l'approche des élections du 18 septembre (probabilité d'une courte victoire des sociaux-démocrates, inquiétudes sur les finances publiques), a initialement réagi négativement à la décision de la Banque centrale de Suède de remonter de 7,5 % à 8,0 % son taux plafond, le 11 août. Elle a fait l'objet de dégagements massifs, se traitant en deçà des SEK 5,06 pour DEM 1 avant de se redresser par la suite, notamment après la décision de la Skandia (principale compagnie d'assurance de Suède) de reprendre ses acquisitions d'obligations suédoises et après la publication du programme électoral du Parti social-démocrate, qui a apaisé les craintes des investisseurs en matière budgétaire.

---

Très recherché contre dollar, le **franc suisse** n'a nullement pâti du raffermissement général du deutschemark vis-à-vis duquel il s'est même légèrement apprécié.

---

Au sein du mécanisme de change, le **deutschemark** a été le principal bénéficiaire des dégagements observés sur le dollar. Plusieurs statistiques ayant confirmé les anticipations d'une reprise économique sensible outre-Rhin (hausse de 1 % de la production industrielle en juin, progression de 2,2 % des commandes à l'industrie en juin), des interrogations sont apparues sur un éventuel arrêt de la baisse des taux officiels de la Banque fédérale d'Allemagne. Ces interrogations nourries par la décision prise par l'Institut d'émission allemand, lors de sa réunion de

rentrée, de laisser inchangés ses taux directeurs, ont contribué à soutenir la devise allemande.

Le **franc belge** qui faisait preuve en début de période d'une bonne orientation a par la suite été affecté par l'inquiétude des opérateurs concernant les monnaies des pays ayant un fort déficit budgétaire et une importante dette publique. En fin de période, il s'est cependant redressé.

---

La bonne tenue de la **peseta**, en début de période, a permis à la Banque d'Espagne de réduire de 15 points de base son taux directeur (7,35 %, contre 7,50 %). De même, la fermeté de l'**escudo**, qui a atteint dans les premiers jours du mois d'août son niveau le plus élevé depuis le mois d'avril, a permis à la Banque du Portugal de réduire à deux reprises (le 4 et le 26 août) ses taux directeurs.

---

Le **franc français** a été avec le florin, le franc belge et la livre irlandaise l'une des devises du SME les moins touchées par l'appréciation générale du deutschemark. La diminution du nombre de chômeurs en juin et en juillet et la stabilité des prix à la consommation en juillet ont témoigné de l'évolution favorable de l'économie. L'annonce, en fin de période, du relèvement de 25 points du taux de base bancaire (de 7,70 % à 7,95 %) par plusieurs banques commerciales n'a, en définitive, pas eu d'impact sur la tenue du franc. Si, à l'instar des autres places européennes, Paris a enregistré une progression des taux d'intérêt à long terme, les taux d'intérêt pratiqués sur le marché monétaire sont demeurés stables d'une fin de mois à l'autre.

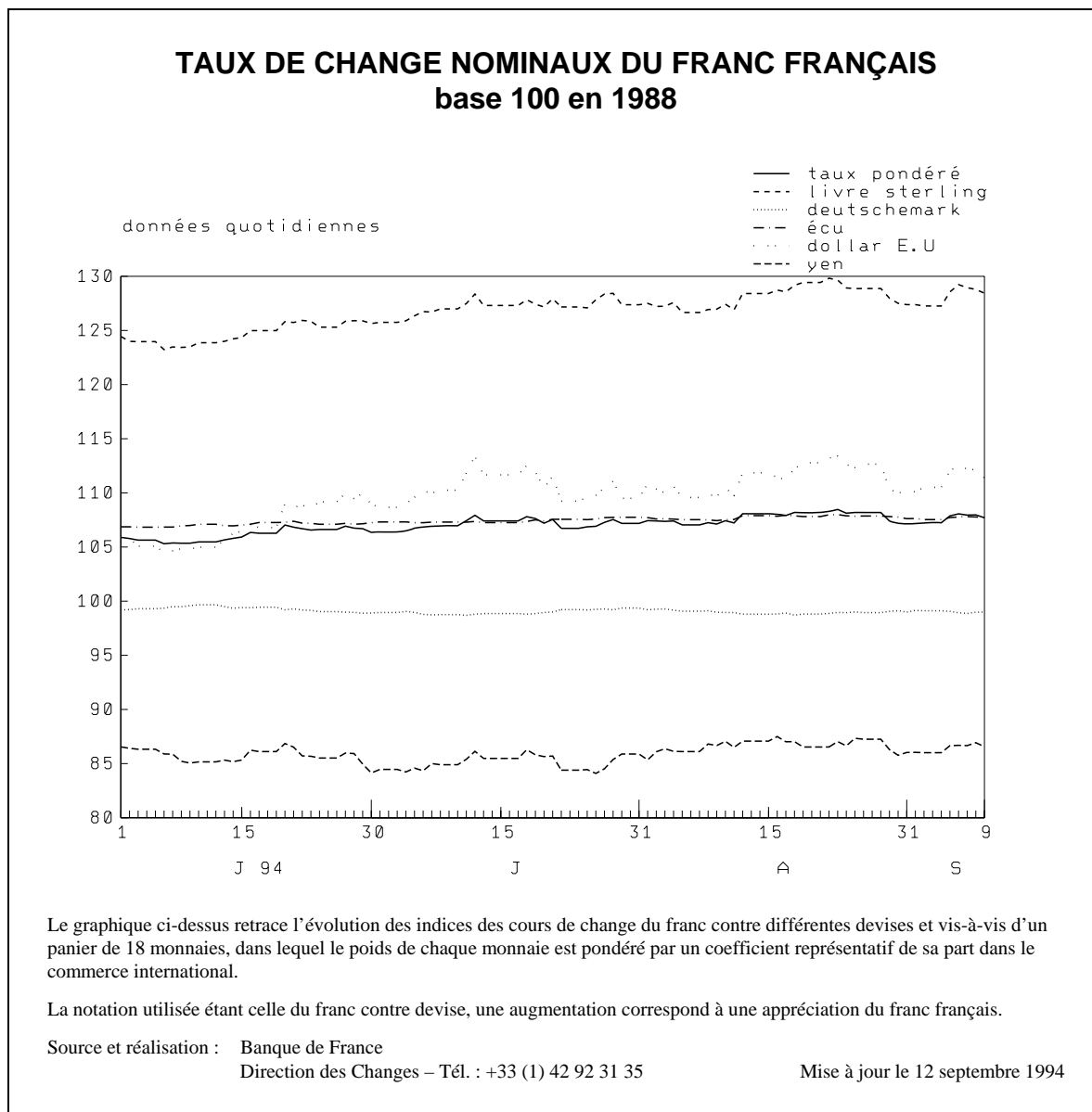
**COURS DE CHANGE À PARIS***(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		29 juillet	31 août 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,443	5,416	- 0,50
Écu privé.....	1 XEU	6,53	6,538	0,12
Allemagne.....	100 DEM	341,36	342,68	0,39
Belgique.....	100 BEF	16,5895	16,6455	0,34
Pays-Bas .....	100 NLG	304,27	305,28	0,33
Italie.....	1000 ITL	3,413	3,4105	- 0,07
Danemark .....	100 DKK	86,94	86,81	- 0,15
Irlande.....	1 IEP	8,198	8,2065	0,10
Grande-Bretagne ..	1 GBP	8,314	8,3135	- 0,01
Grèce.....	100 GRD	2,26	2,258	- 0,09
Suisse.....	100 CHF	402,74	406,76	1,00
Suède .....	100 SEK	69,85	69,92	0,10
Norvège .....	100 NOK	78,34	78,16	- 0,23
Japon.....	100 JPY	5,4143	5,4052	- 0,17
Espagne .....	100 ESP	4,152	4,127	- 0,60
Portugal .....	100 PTE	3,36	3,365	0,15

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

	1 mois		3 mois	
	29 juillet 1994	31 août 1994	29 juillet 1994	31 août 1994
Dollar.....	4,437	4,813	4,8125	4,938
Livre sterling .....	5,1875	5,00	5,4375	5,50
Deutschemark .....	4,9375	4,875	4,9375	4,938
Franc suisse .....	4,1875	4,187	4,25	4,25
Franc français .....	5,375	5,4378	5,50	5,563

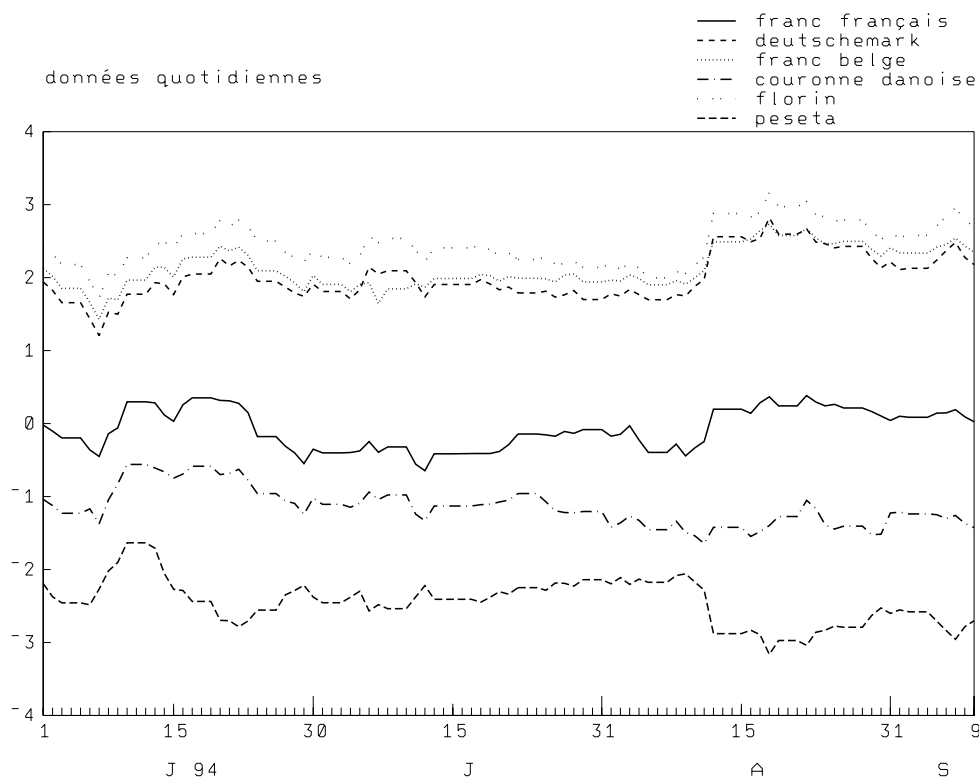
Source et réalisation : Banque de France  
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31  
 Mise à jour le 31 août 1994



Depuis la fin du mois de juillet, le franc français a peu varié par rapport au deutschemark et à l'écu, comme les mois précédents. Contre dollar, le franc s'est apprécié jusque dans la dernière semaine d'août, puis il s'est replié avant de se raffermir à nouveau. L'évolution du cours du franc contre livre sterling est restée proche de celle enregistrée vis-à-vis du dollar. Enfin, le yen s'est, d'une fin de période à l'autre, très légèrement déprécié à l'égard du franc.



## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

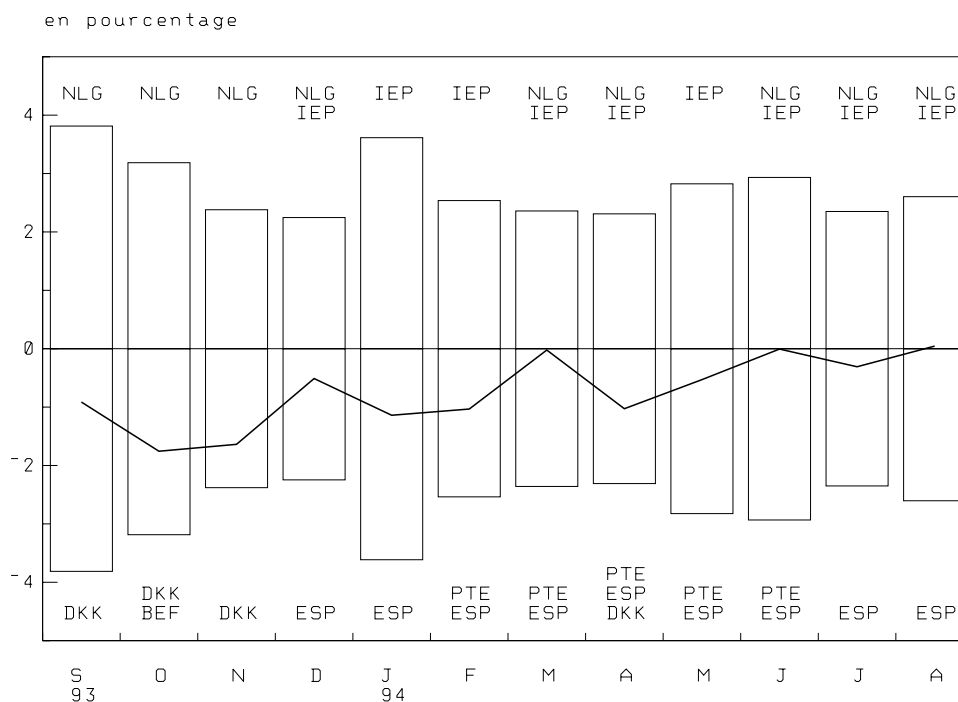
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

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

Mise à jour le 12 septembre 1994

Durant la période sous revue, la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a continué d'évoluer parallèlement à celles du deutschemark, du florin et du franc belge ; la situation de la couronne danoise a eu, dans l'ensemble, tendance à se détériorer. L'orientation de la peseta est restée assez défavorable.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



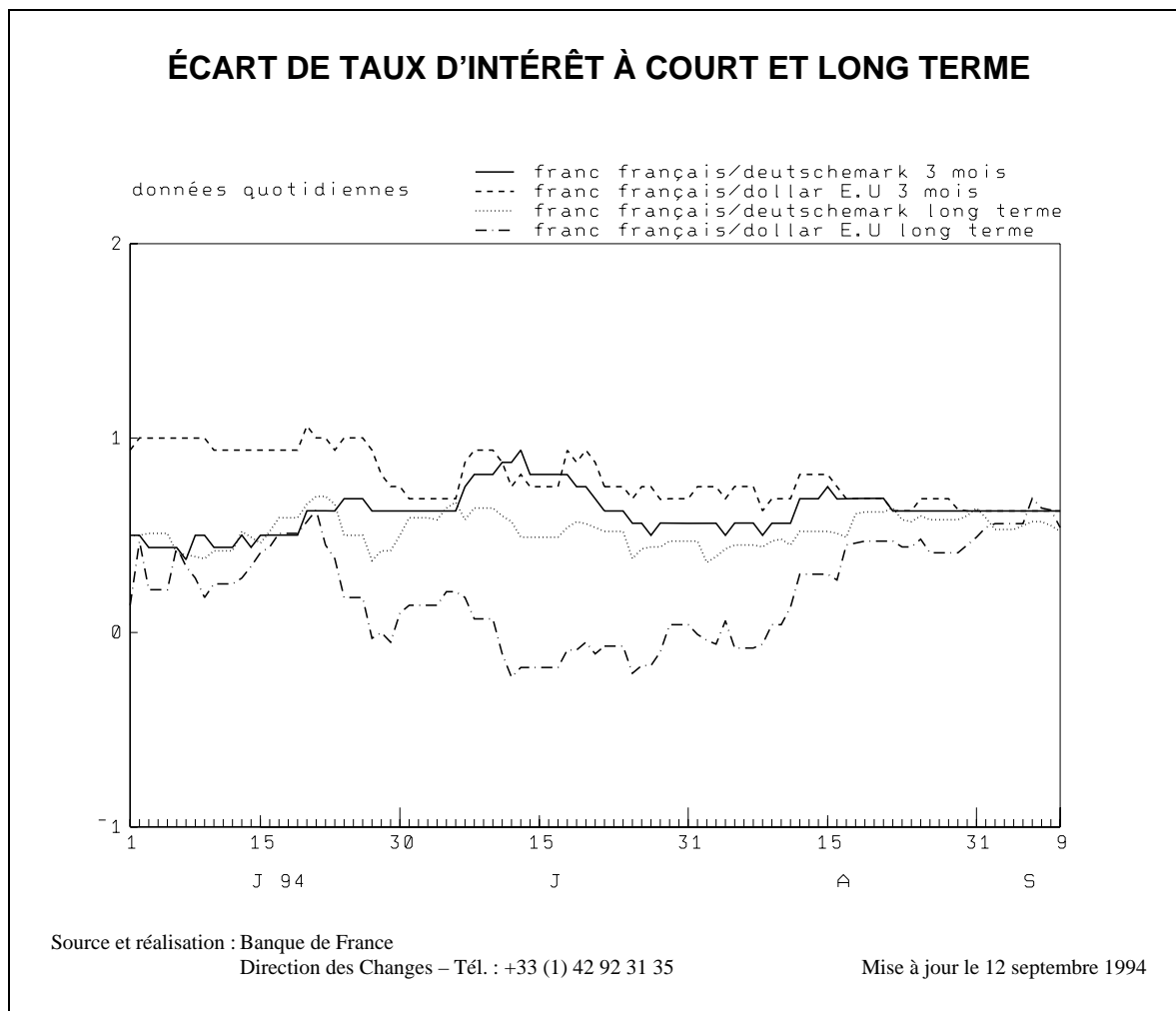
Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquelles elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure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

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

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

Mise à jour le 12 septembre 1994

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise et le florin ont été en opposition avec la peseta, qui a, durant tout le mois de juillet, enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Par ailleurs, l'écart entre les extrêmes s'est légèrement accru d'un mois à l'autre.



L'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands, qui s'était réduit en juillet, a augmenté durant la première quinzaine d'août, sous l'effet d'une progression des taux plus rapide en France qu'en Allemagne ; il s'est ensuite légèrement replié, pour se stabiliser, à partir du 22 août, au niveau de 60 points de base, les taux n'ayant alors plus varié dans les deux pays. De leur côté, les taux longs sont demeurés orientés à la hausse ; le mouvement a été un peu plus marqué en France qu'en Allemagne en début de période et le différentiel de rémunération s'est alors accentué, pour se rapprocher de celui du court terme, puis la tendance s'est inversée.

S'agissant des taux français et américains, l'écart de rémunération à court terme a continué de diminuer, les taux français ayant relativement moins augmenté que les taux américains, tandis que l'écart de taux à long terme s'est, au contraire, amplifié.

Depuis début septembre, tous ces différentiels de rémunération évoluent aux alentours de 50 à 60 points de base.

### 3.3. Le marché de l'or

Sous l'effet de liquidations de positions par des fonds d'investissement, les cours de l'or se sont brusquement repliés le 3 août après que le seuil de 383 dollars l'once eut été enfoncé. Bien que moins marquée, la tendance à la baisse du marché de l'or s'est poursuivie jusqu'au 15 août, date à laquelle le niveau plancher de 376,45 a été atteint. En l'absence de pressions inflationnistes, de nombreux participants se sont en effet tenus à l'écart et ont laissé le champ libre aux opérations des fonds d'investissement. À partir du 16 août, le relèvement des taux d'intérêt par le Système de

réserve fédérale des États-Unis a précipité les rachats de couverture par les fonds d'investissement. Profitant du repli du dollar, les cours de l'or se sont alors vivement orientés à la hausse et en fin de mois, le niveau de 385,75 était retrouvé. Les achats ont cependant davantage consisté en des rachats de découvert qu'en des prises de positions à long terme. La recrudescence d'inquiétudes inflationnistes et la faiblesse de la demande physique limitent toutefois le potentiel de hausse du marché.

COURS DE L'OR			
	29 juillet 1994	31 août 1994	Variation (en pourcentage)
<b>À PARIS (en francs français)</b>			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	67 100,00	67 100,00	
Lingot (le kg).....	67 350,00	67 350,00	
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	389,00	389,00	
Vreneli.....	387,00	391,00	1,03
Union latine.....	387,00	388,00	0,26
Souverain.....	495,00	494,00	- 0,20
20 dollars.....	125,00	125,25	0,20
Peso mexicain.....	2 520,00	2 510,00	- 0,40
<b>À LONDRES</b>			
Fixage (l'once en dollars)	384,00	385,75	0,46
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31			
Mise à jour le 31 août 1994			

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

---

## 4.1. La conjoncture économique

La reprise économique, décelée dès novembre 1993 par la Banque de France au vu de ses enquêtes de conjoncture, se confirme, tandis que l'inflation est maîtrisée.

La hausse des prix de détail reste en deçà de 2 % sur un an. D'après l'indice provisoire de l'INSEE, ils ont été stables en août, comme en juillet et en juin, traduisant une augmentation sur douze mois de 1,7 % (comme le mois précédent).

Les comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre font ainsi ressortir une progression du PIB de 1 % en volume (après + 0,7 % au premier trimestre) soutenue par le rebond de la consommation des ménages (+ 1 % après la stabilité observée au trimestre précédent), de l'investissement des entreprises (+ 0,9 %, après + 0,1 %) et celui des ménages (+ 1,1 %, contre - 1,9 %), ainsi que des exportations (+ 2,6 % après + 0,4 %).

Si la Banque de France ne procède pas en septembre à une enquête de conjoncture d'ampleur comparable à celles effectuées en cours d'année, il ressort des multiples contacts qu'elle entretient avec les chefs d'entreprise que la croissance se poursuit, à la rentrée, dans l'industrie qui bénéficie actuellement d'une nette reprise de la demande et dont la situation financière continue de s'améliorer.

De son côté, l'activité commerciale, après le recul enregistré en juillet, s'est, d'après l'enquête de la Banque, redressée en août.

Dans le bâtiment, le nombre de logements commencés sur les sept premiers mois de l'année s'est inscrit en hausse de 21,3 % sur la période correspondante de 1993.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,6 % au deuxième trimestre (après + 0,2 % au premier) et, en juillet, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE a fléchi de 0,3 % (après un recul de 0,4 % en juin), la hausse sur un an revenant à 4 % (contre 5,4 % en juin et 10,5 % fin 1993). Le taux de chômage au sens du BIT s'est établi à 12,6 %, comme en juin.

## 4.2. La balance des paiements en juin 1994 et au premier semestre <sup>1</sup>

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1993	Février 1994	Mars 1994	Avril 1994	Mai 1994	Juin 1994	6 mois de 1993	6 mois de 1994
	(a)	(b)	(b)	(c)	(c)	(c)	(a)	(c)
<i>Transactions courantes.....</i>	59 466	-9 172	9 997	1 775	-1 538	4 794	7 567	17 499
<i>Transferts en capital.....</i>	-569	-10	-30	-4	-185	13	-264	-323
<i>Capitaux à long terme.....</i>	-19 362	-35 556	-42 315	-29 652	-17 299	-45 061	-23 053	-207 751
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire.....</i>	199 844	26 002	-20 048	10 506	-4 412	38 181	111 827	22 530
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiel.....</i>	-254 358	14 855	70 968	-2 890	23 033	-9 907	-105 536	172 531
– Secteur bancaire.....	-282 159	19 603	93 819	592	25 920	-5 795	25 987	252 295
– Secteur officiel.....	27 801	-4 748	-22 851	-3 482	-2 887	-4 112	-131 523	-79 764
<i>Ajustement.....</i>	14 979	3 881	-18 572	20 265	401	11 980	9 459	-4 486

(a) Chiffres définitifs  
(b) Chiffres semi-définitifs  
(c) Chiffres provisoires  
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85 Mise à jour le 8 septembre 1994

### 4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur

#### **Évolution globale : des progrès sensibles d'une année à l'autre** (en données douanières FAB-FAB)

Par rapport au mois de mai, et en données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent commercial de juin fléchit quelque peu (+ 6,3 milliards de francs, contre + 7,6 milliards) sous l'effet d'une diminution un peu plus forte des exportations que des importations (respectivement – 3,5 % et – 2,4 %). À l'inverse, les résultats en données brutes montrent un net progrès d'un mois à l'autre (+ 8,1 milliards de francs, contre + 6,3 milliards).

L'excédent enregistré en juin porte le cumul des soldes sur les six premiers mois de l'année à + 37,5 milliards de francs en données cvs, contre + 35,0 milliards pour la même période de 1993 ; l'évolution des mêmes résultats en données brutes est très voisine (+ 37,8 milliards de francs, contre + 35,8 milliards). Par ailleurs, et en dépit d'une légère diminution en juin, les échanges tendent à croître ; exportations et importations ont augmenté parallèlement de 7,1 % d'un semestre à l'autre (en données cvs).

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

**Évolution par produits : de bons résultats des échanges industriels à vocation civile**  
(en données CAF-FAB cvs)

Un moindre excédent sur les échanges de *produits industriels* (+ 3,8 milliards de francs, contre + 6,4 milliards), alors que des résultats en progrès en produits agro-alimentaires (+ 3,7 milliards de francs, contre + 2,8 milliards) et en *énergie* (– 5,8 milliards de francs, contre – 6,2 milliards) en atténuent l'effet.

Le solde des échanges de *produits agro-alimentaires* s'inscrit dans la moyenne des six derniers mois (+ 3,5 milliards de francs) après que les excédents aient atteint un niveau plus faible les deux mois précédents. Ce résultat a pour origine une nette diminution des importations de produits des *industries agro-alimentaires*. Cependant, le contexte général qui affecte principalement les échanges de *produits bruts* et conduit à une évolution défavorable du solde est resté inchangé. Les exportations de céréales, en particulier, ralentissent, tandis que les matières premières importées, produits tropicaux et oléagineux, se renchérissent.

Le déficit au titre de l'*énergie* tend à s'accroître quelque peu au cours des derniers mois. Les meilleurs résultats du mois de juin par rapport au mois précédent proviennent d'une diminution des importations de gaz naturel et de pétrole brut pour majeure partie.

L'excédent *industriel* reste favorable. Cependant, le solde net du poste *matériel militaire* stagne sur moyenne période, l'excédent n'apparaissant en progrès que par rapport à un niveau particulièrement faible le mois précédent (+ 0,5 milliard de francs, contre + 0,1 milliard). En revanche, les bons résultats au titre de l'*industrie civile*, apparus notamment depuis le premier trimestre 1993, se confirment. Les excédents de mai et de juin (respectivement + 6,2 milliards de francs et + 3,8 milliards) doivent être comparés en tenant compte de l'aspect particulièrement favorable du résultat du mois de mai.

Par comparaison des premiers semestres 1994 et 1993, l'*industrie civile* est le secteur qui a le plus contribué à la reprise des échanges notamment en exportations. Pour l'essentiel, la dynamique est venue des produits qui se situent en aval du processus de production, *biens intermédiaires et biens d'équipement professionnels* ; ces deux postes expliquent pour un peu plus des deux tiers la croissance des échanges. Au demeurant, la diminution des exportations de *biens d'équipement* en juin par rapport au mois précédent est à l'origine du repli du solde de l'industrie civile.

S'agissant des biens destinés aux ménages, le principal poste *biens de consommation courante*, varie relativement peu d'un mois à l'autre, le déficit s'étant peu accentué (– 0,5 milliard de francs, contre – 0,1 milliard). À cet égard, les évolutions des derniers mois montrent une très bonne tenue des exportations de cette catégorie (+ 7,7 % sur le semestre par rapport au semestre correspondant de l'an dernier). On notera que parallèlement, les importations évoluent à un rythme beaucoup plus lent (+ 3,7 %).

Le solde de l'*automobile* qui est stable en mai et juin, recouvre une diminution assez sensible des échanges (de 8 % à 9 %) qui semble dénoter un palier dans la conjoncture favorable des derniers mois due aux effets des mesures de relance gouvernementale en France, et à la bonne tenue du marché européen.

**Orientation géographique : une amélioration des échanges avec le Royaume-Uni, le Moyen-Orient et l'Asie**

(en données CAF-FAB cvs)

Les résultats du mois de juin confirment une tendance à l'amointrissement de l'excédent avec l'*Union européenne* : + 1,2 milliard de francs au lieu de + 2,4 milliards en mai. Le solde avec les pays de l'*OCDE hors Union européenne* est stable à hauteur de - 3 milliards de francs, soit au niveau atteint en moyenne sur les six derniers mois. L'excédent avec la zone *hors OCDE* se maintient à 3,4 milliards de francs. La comparaison des premiers semestres 1994 et 1993 montre que tous les principaux courants d'échanges restent bien orientés et se traduisent par une vive croissance des exportations et des importations. On rappellera à cet égard qu'en 1993, et par rapport à l'année précédente, la chute des échanges avait surtout affecté les opérations avec les pays de l'*Union européenne*.

Avec les pays de l'*Union européenne*, on notera principalement une légère accentuation du déficit avec l'*Allemagne* (- 0,9 milliard de francs, au lieu de - 0,2 milliard) qui s'inscrit, pour le premier semestre, dans un contexte de croissance plus vive des importations que des exportations. La progression des exportations vers l'*Italie* reste quelque peu en retrait par rapport aux autres pays européens (4 % sur le semestre, au lieu de 7,5 % pour l'ensemble de la zone), alors que les importations croissent plus vivement (9,1 %, contre 7,2 %). Cette évolution est à rapprocher des bonnes performances générales du commerce extérieur italien, et, sans doute, des avantages obtenus de la dépréciation de la lire. En juin, comme le mois précédent, le principal excédent au sein de l'Union provient des échanges avec le *Royaume-Uni* (+ 2,1 milliards de francs, au lieu de + 2,5 milliards). Sur les six premiers mois de l'année, la contribution des exportations vers le Royaume-Uni à la croissance d'ensemble des exportations est la plus importante (20,7 %).

La stabilité du résultat d'un mois à l'autre avec les *autres pays de l'OCDE*, reflète des soldes inchangés avec les principaux partenaires de cette zone : *États-Unis* (- 1,4 milliard de francs) ; *Japon* (- 2,2 milliards de francs). Les résultats des mois de mai et juin sont équivalents au solde moyen des six derniers mois (- 2,9 milliards de francs).

Les échanges avec la zone *hors OCDE* apparaissent favorables, particulièrement avec les *économies en développement rapide d'Asie* (+ 0,1 milliard de francs, contre - 0,5 milliard). D'un premier semestre d'une année à l'autre, les exportations vers ces pays ont progressé de 10,9 %, apportant une contribution de 7 % à la dynamique d'ensemble des exportations. L'excédent avec le *Moyen-Orient* qui s'inscrit quelque peu en retrait en juin (+ 0,7 milliard de francs, contre + 1,2 milliard en mai), masque sur le semestre une évolution contrastée des échanges. Les exportations croissent en effet de près de 10 % d'un semestre d'une année à l'autre, alors que les importations se contractent de près de 15 % sous l'effet des moindres importations en valeur de produits énergétiques.



<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>				
<b>Soldes des transactions courantes</b>				
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>				
	Mai 1994 (b)	Juin 1994 (b)	6 mois de 1993 (a)	6 mois de 1994 (b)
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b> .....	<b>-1 538</b>	<b>4 794</b>	<b>7 567</b>	<b>17 499</b>
<i>Marchandises</i> .....	950	4 756	17 698	22 330
– Exportations et importations .....	943	3 907	11 535	17 277
– Négoce international.....	7	849	6 163	5 053
<i>Services</i> .....	5 221	7 821	23 730	31 742
– Transports .....	-1 224	-648	-3 991	-3 773
– Services techniques .....	1 104	1 209	9 486	7 070
– Voyages .....	4 836	7 430	26 305	29 112
– Autres services.....	505	-170	-8 070	-667
<i>Revenus de facteurs</i> .....	-5 550	-3 167	-34 207	-40 359
<i>Autres biens et services</i> .....	2 500	2 700	15 057	14 874
<i>Transferts unilatéraux</i> .....	-4 659	-7 316	-14 711	-11 088
– dont Transferts du secteur officiel.....	-4 453	-6 764	-13 410	-9 784
<b>TRANSFERTS EN CAPITAL</b> .....	<b>-185</b>	<b>13</b>	<b>-264</b>	<b>-323</b>
<i>(en données cvs – en millions de francs)</i>				
	Mai 1994 (b)	Juin 1994 (b)	6 mois de 1993 (a)	6 mois de 1994 (b)
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b> .....	<b>1 141</b>	<b>-417</b>	<b>16 210</b>	<b>26 114</b>
<i>Exportations et importations</i> .....	150	4 558	11 323	16 507
<i>Services</i> .....	6 261	5 182	26 043	34 498
– Transports .....	-1 045	-783	-3 676	-3 355
– Voyages .....	5 155	4 537	27 553	31 514
<i>Revenus de facteurs</i> .....	-5 886	-3 376	-27 302	-31 731
<i>Autres biens et services</i> .....	2 721	2 548	15 333	15 154
(a) Chiffres définitifs				
(b) Chiffres provisoires				
Source et réalisation : Banque de France				
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85				
Mise à jour le 8 septembre 1994				

## 4.2.2. Les transactions courantes

Les transactions courantes ont dégagé au mois de juin un excédent de 4,8 milliards de francs, *en données brutes*, au lieu d'un déficit de 1,5 milliard de francs le mois précédent. *Marchandises*, *services* et *revenus de facteurs* ont contribué conjointement à cette amélioration, tandis que seuls les *transferts unilatéraux* évoluaient défavorablement. Ainsi, sur les six premiers mois de l'année, l'excédent des transactions courantes a plus que doublé (17,5 milliards de francs, contre 7,6 milliards au premier semestre 1993).

*En données cvs*, le solde de juin est au contraire en retrait par rapport à celui de mai (– 0,4 milliard de francs, au lieu de + 1,1 milliard). Ce résultat s'explique en grande partie par un excédent moins élevé en *services*, notamment par les effets saisonniers sur les *voyages*.

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

Les excédents de juin et de mai s'établissent respectivement à 3,9 milliards de francs et 0,9 milliard en données brutes et 4,6 milliards de francs et 0,2 milliard en données cvs.

Sur six mois, le cumul des soldes s'élève à + 17,3 milliards de francs, au lieu de + 11,5 milliards pour le premier semestre de 1993 (en données brutes). Sur le semestre, la nette amélioration du solde des *exportations et importations* en balance des paiements par rapport au commerce douanier provient de l'évolution d'une période à l'autre des opérations sans transfert de propriété, et notamment du *travail à façon*.

**Le négoce international**

(en données brutes)

L'excédent du *négoce international* revient en juin à son niveau moyen des six derniers mois (+ 0,8 milliard de francs), après un résultat à l'équilibre en mai. Le moindre excédent observé sur le premier semestre 1994 par rapport à la période correspondante de 1993 (+ 5,1 milliards de francs, au lieu de + 6,2 milliards) recouvre un résultat assez stable de l'activité de négoce international stricto sensu, seules les opérations de caractère spécifique qui lui sont assimilées se trouvant à l'origine de cette évolution.

**Les services**

(en données cvs)

L'excédent des *services* fléchit d'un peu plus de 1 milliard de francs (+ 5,2 milliards de francs, contre + 6,3 milliards en mai). Le solde des voyages (+ 4,5 milliards de francs, au lieu de + 5,2 milliards) contribue largement à ce résultat ; il est vrai que les recettes qui, sur l'ensemble du premier semestre, ont progressé de 10,9 % par rapport aux mêmes mois de 1993, ont quelque peu fléchi en juin par rapport à la tendance observée depuis le début de l'année. L'excédent des voyages sur six mois apparaît au demeurant en net progrès (+ 31,5 milliards de francs, au lieu de + 27,6 milliards) en dépit d'une assez forte progression des dépenses (+ 8,2 %) qui dénote, pour sa part, une évolution du comportement des résidents après la quasi-stagnation des dépenses en 1993. Par ailleurs, le fléchissement du solde au titre des assurances (+ 0,1 milliard de francs, au lieu de + 0,5 milliard) ne vient qu'atténuer l'ampleur du retournement observé sur 6 mois (+ 2,9 milliards de francs, au lieu de - 0,9 milliard de francs). Ces meilleurs résultats proviennent pour majeure partie des flux déclarés en réassurances.

Enfin, le solde en *coopération technique* se retourne (- 0,4 milliard de francs, au lieu de + 0,2 milliard), ce qui, sur les six premiers mois de l'année, conduit à un excédent en net retrait (+ 0,8 milliard de francs, au lieu de + 1,9 milliard), les recettes et les dépenses s'étant contractées de manière sensible (respectivement - 16,4 % et - 11,2 %). Les moindres recettes concernent surtout les secteurs de l'aéronautique et de la construction automobile.

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

*Graphiques non disponibles*

**Les revenus de facteurs**

(en données cvs)

Le déficit des *revenus de facteurs* s'allège (- 3,4 milliards de francs, au lieu de - 5,9 milliards) sous la très nette influence des intérêts et autres revenus du capital (- 2,9 milliards de francs, au lieu de - 4,7 milliards) qui représentent la majeure partie de cette ligne. L'amélioration du solde d'un mois à l'autre s'explique en grande partie par un progrès du solde des intérêts, notamment payés entre correspondants bancaires, et de moindres versements de coupons obligataires. L'évolution récente des intérêts et revenus du capital, - 38 milliards de francs au premier semestre 1994, contre - 31,6 milliards pour les mêmes mois de 1993, résulte de plusieurs facteurs qui jouent défavorablement : les rapatriements de placements des résidents du secteur privé non bancaire à l'étranger, notamment OPCVM, générateurs de moindres recettes d'intérêts, les dégagements nets des non-résidents sur titres publics dont la conséquence est d'entraîner dans un premier temps des versements élevés au titre de coupons courus, ainsi que les moindres retombées sur investissements directs. Ces effets sont cependant atténués par la diminution d'une période à l'autre du stock de titres obligataires et bons du Trésor détenus par les non-résidents, et, en conséquence, par la réduction des paiements de coupons.

**Les autres biens et services**

Le solde de ce poste, qui résulte du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, s'établit à + 2,7 milliards de francs en juin, au lieu de + 2,5 milliards en mai.

**Les transferts unilatéraux**

(en données brutes)

D'un mois à l'autre, le déficit s'est quelque peu alourdi (7,3 milliards de francs, au lieu de 4,7 milliards). Cette évolution reflète celle des *transferts du secteur officiel* (- 6,8 milliards de francs, au lieu de - 4,5 milliards) et, en particulier, les règlements effectués avec les *institutions de l'Union européenne* (- 5,1 milliards de francs, contre - 3,5 milliards). Un ajustement habituel, à cette période, de la « cotisation sucre » a, au demeurant, grevé les dépenses alors que les recettes en provenance du FEOGA se contractaient. Sur les six premiers mois de l'année, le déficit des transferts unilatéraux s'allège par rapport au premier semestre 1993 (- 11,1 milliards de francs, contre - 14,7 milliards). Cependant, l'amélioration très sensible en début d'année, provenant pour majeure partie de l'encaissement d'indemnités relatives aux mises en jachère dans le cadre de la réforme de la PAC, apparaît au fil des mois compensée par de moindres recettes en provenance du FEOGA.

**4.2.3. Les transferts en capital**

Ces opérations, qui correspondent principalement à des abandons de créances, n'ont porté que sur de faibles montants tant au mois de juin qu'en mai (équilibre au lieu de - 0,2 milliard de francs).

**4.2.4. Les mouvements de capitaux**

Au cours du mois de juin 1994, les mouvements de capitaux se sont soldés par des sorties nettes de 16,8 milliards de francs après les entrées de 1,3 milliard de francs du mois précédent. Ce mouvement résulte d'une progression du solde déficitaire des capitaux à long terme (- 45,1 milliards de francs, après - 17,3 milliards) plus rapide que celle du solde positif des capitaux à court terme (28,3 milliards de francs, contre 18,6 milliards). Sur les six premiers mois de l'année, les flux à court et à long terme de forte ampleur mais de sens opposé ont produit des sorties nettes limitées à 12,8 milliards de francs, soit un montant voisin du solde enregistré au premier semestre 1993 (- 16,8 milliards de francs).

### **Les capitaux à long terme**

Les mouvements de capitaux à long terme sont à l'origine de sorties nettes plus importantes que le mois précédent (45,1 milliards de francs, après 17,3 milliards).

Les opérations de *prêts à long terme* ont donné lieu à des entrées de 4,4 milliards de francs, imputables entièrement au secteur bancaire avec des remboursements nets de prêts à l'étranger (2,8 milliards de francs) et des mises en place nettes de prêts de l'étranger (2,0 milliards de francs).

Les *investissements de portefeuille* ont donné lieu à des sorties de 50,9 milliards de francs, deux fois plus importantes qu'au mois de mai (25,5 milliards).

Les achats nets de titres étrangers par les résidents ont légèrement diminué (10,4 milliards de francs, contre 11,3 milliards). Vendeurs nets d'actions étrangères (0,6 milliard de francs), les résidents ont continué à acquérir des obligations, des bons du Trésor et des titres d'OPCVM étrangers, pour un total de 11,0 milliards de francs. Les dégagements des non-résidents sur les titres français se sont accentués (41,1 milliards de francs, après 14,3 milliards). Ils ont porté principalement sur les bons du Trésor à long terme et sur les OAT. Au total, depuis le début de l'année, les non-résidents ont cédé 157,7 milliards de francs de valeurs du Trésor ce qui représente plus de 20 % du portefeuille qu'ils détenaient fin 1993.

Le solde des *investissements directs* s'est inversé d'un mois à l'autre (3,0 milliards de francs, contre – 1,8 milliard) en raison de la diminution des investissements français à l'étranger (– 2,9 milliards de francs, contre – 3,9 milliards) conjuguée à la hausse des investissements étrangers en France (5,9 milliards de francs, après 2,1 milliards), la contraction de l'ensemble des flux d'une année à l'autre s'élevant à 40 % à fin juin 1994.

### **Les capitaux à court terme**

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 28,3 milliards de francs, en progression par rapport au mois précédent (18,6 milliards de francs).

Les flux du *secteur privé non bancaire* se sont retournés et ont dégagé des entrées nettes de 38,2 milliards après des sorties de 4,4 milliards en mai.

Les opérations à court terme du *secteur bancaire* se sont soldées par des sorties nettes de 5,8 milliards de francs, après des entrées de 25,9 milliards au mois de mai. Ce mouvement résulte essentiellement des opérations en devises de la clientèle résidente qui se sont traduites par des sorties de 37,0 milliards de francs liées essentiellement à des achats à terme de devises. Les opérations en francs des non-résidents ont au contraire entraîné des entrées de 36,5 milliards de francs, en augmentation par rapport au mois précédent (28,6 milliards).

Les avoirs nets à court terme du *secteur officiel* ont progressé de 4,1 milliards de francs au mois de juin, après une augmentation de 2,9 milliards en avril, ce qui porte leur reconstitution à 79,8 milliards de francs sur les six premiers mois de l'année.

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

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

Au cours du mois d'août, l'évolution des marchés de taux d'intérêt a été caractérisée par une progression générale des rendements, particulièrement marquée sur les échéances longues.

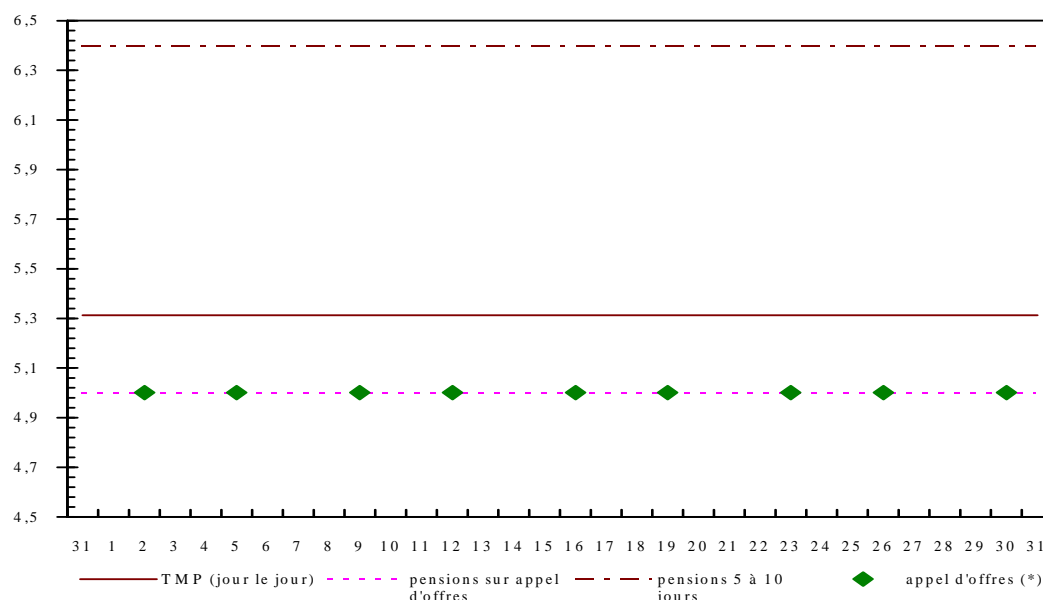
Cette hausse s'est produite sur les principales places financières mondiales, alors que se multiplient les signaux concordants d'une reprise économique plus forte que prévu.

Dans ce contexte, plusieurs facteurs sont venus renforcer la désaffection des investisseurs finaux : l'instabilité et la faiblesse persistante du dollar ; le relèvement de leurs taux directeurs par les banques centrales de Suède et d'Italie ; les craintes de tensions inflationnistes aux États-Unis malgré la décision du Système de réserve fédérale américaine de relever ses taux le 16 août.

Au total, les taux d'intérêt ont enregistré une hausse croissante suivant les échéances, entraînant une accentuation de la pente de la courbe des rendements. L'indice des emprunts du gisement est passé de 7,27 % à 7,82 %, retrouvant ainsi comme en Allemagne, des niveaux proches des plus hauts de l'année, atteints fin juin.

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

### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 juillet 1994 au 31 août 1994



(\*) Jour de règlement de l'opération

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

Sur l'ensemble du mois, le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré stable à 5 5/16 %. Le taux moyen mensuel s'est établi à 5,3125 %, contre 5,35 % le mois précédent.

Les taux directeurs de la Banque de France n'ont pas été modifiés.

Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire est revenu de 129,2 milliards de francs le 31 juillet à 119,9 milliards le 31 août.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 juillet/15 août ont atteint 19,5 milliards de francs (dont 12,7 milliards d'encaisses en billets), soit un montant légèrement supérieur à la moyenne requise de 18,7 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Juillet 1994	Août 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION.....	-251,0	-250,2	0,8
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,8	-6,5	1,3
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	110,6	112,3	1,7
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE.....	2,9	7,5	4,6
DIVERS .....	3,6	3,5	-0,1
<b>TOTAL .....</b>	<b>-141,7</b>	<b>-133,5</b>	<b>8,2</b>
<b>CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>			
– Opérations sur appels d'offres .....	114,3	107,1	-7,2
– Autres pensions .....	3,0	2,9	-0,1
– Bons du Trésor achetés ferme .....	26,9	26,6	-0,3
– Opérations d'escompte net .....	0,7	0,7	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-3,2	-3,9	-0,7
<b>TOTAL .....</b>	<b>141,7</b>	<b>133,5</b>	<b>-8,2</b>

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

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

Source et réalisation : Banque de France

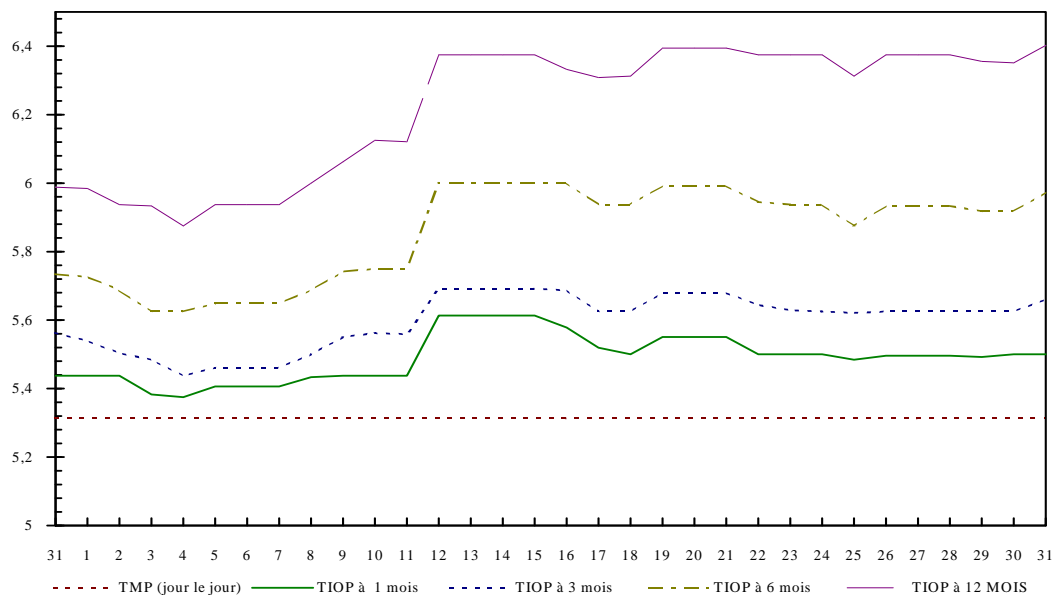
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour 9 septembre 1994



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

### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 juillet 1994 au 31 août 1994



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

Les taux interbancaires jusqu'à un mois se sont légèrement détendus durant les premiers jours d'août dans un marché très calme. Puis la tendance s'est renversée à partir du 5. Ce sont d'abord les statistiques américaines confirmant une croissance vigoureuse outre-Atlantique (259 000 créations d'emplois en juillet, contre 204 000 attendues) qui ont contribué à dégrader le marché. Ce mouvement s'est accentué le 11 août, suite au relèvement des taux directeurs des Banques centrales d'Italie et de Suède.

Ces décisions ont renforcé les anticipations d'une interruption durable du mouvement de baisse des taux courts à l'intérieur de la zone SME, et les rendements interbancaires ont progressé, de 15 à 25 centimes suivant les échéances, jusqu'au 12 août.

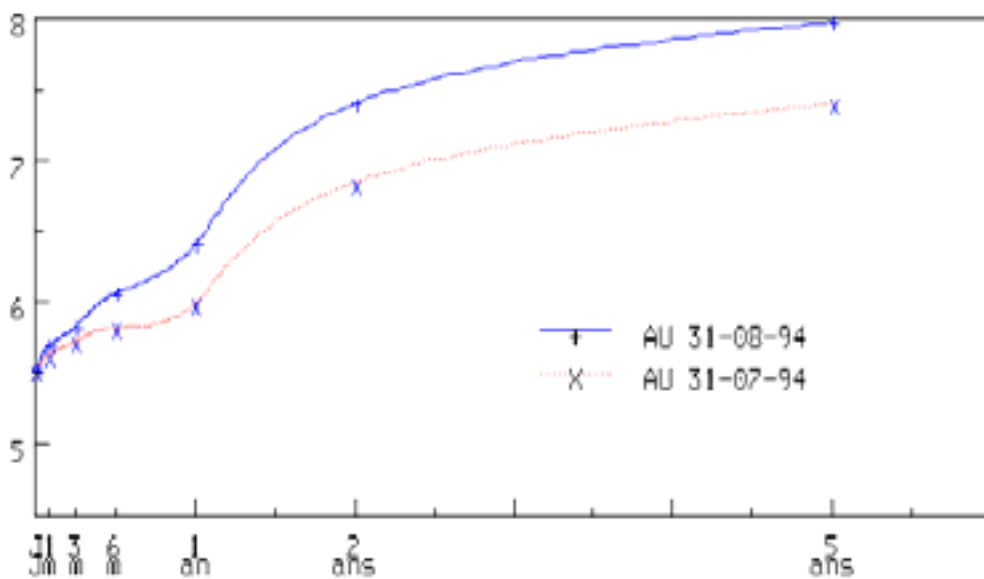
Durant la seconde partie du mois, les taux interbancaires se sont stabilisés. Les décisions annoncées par le Système de réserve fédérale américaine le 16 août (relèvement de 1/2 point de 3 3/4 % à 4 1/4 % de l'objectif de taux des fonds fédéraux et du taux d'escompte à 4 %) et la Banque fédérale d'Allemagne le 18 (statu quo sur les taux directeurs et maintien du taux fixe des prises en pensions hebdomadaires à deux semaines à 4,85 % pour les deux prochaines opérations) n'ont pas exercé d'impact significatif sur le marché car elles étaient largement anticipées. Le relèvement du taux de base bancaire (de 7,70 % à 7,95 %) le 30 août au soir n'a pas exercé d'impact durable sur les rendements à court terme.

**ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES**

	<i>(en pourcentage)</i>		
	31 juillet 1994	31 août 1994	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,4375	5,5000	0,0625
TIOP à 3 mois.....	5,5625	5,6602	0,0977
TIOP à 6 mois.....	5,7344	5,9727	0,2383
TIOP à 1 an.....	5,9883	6,4023	0,4140
Taux à 2 ans.....	6,8400	7,4000	0,5600
Taux à 5 ans.....	7,4000	7,9700	0,5700

D'une fin de mois à l'autre, les taux interbancaires ont enregistré une hausse d'ampleur croissante suivant les échéances, entraînant la poursuite du mouvement de repentification de la courbe des taux.

**STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE**  
Taux actuariels



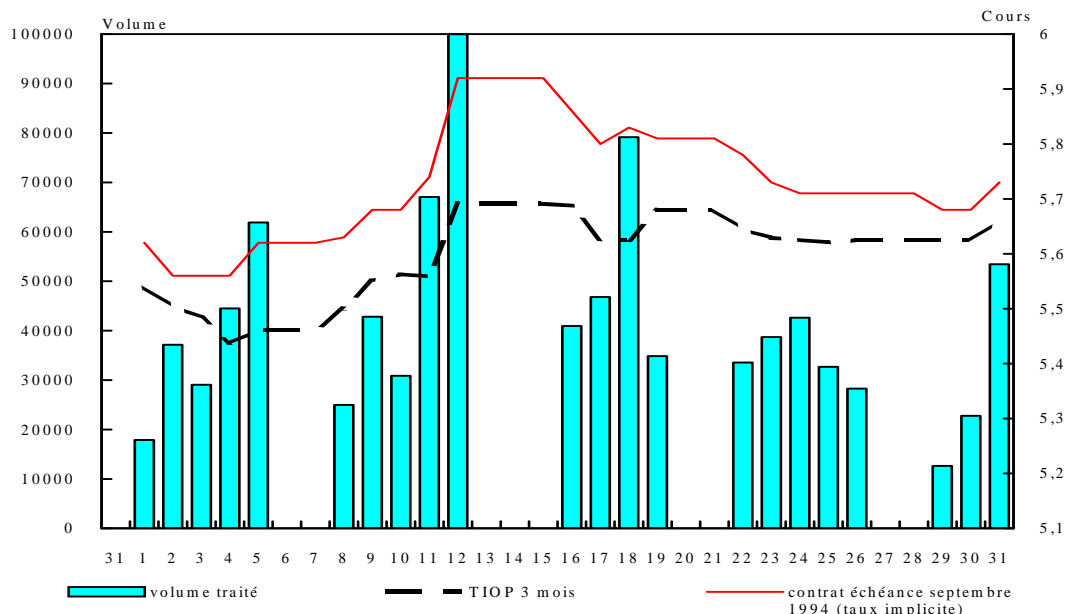
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

Sur le Matif, les taux implicites des contrats Pibor 3 mois ont enregistré sur l'ensemble du mois une hausse croissante suivant les échéances (8 centimes sur septembre 1994, 34 centimes sur décembre 1994, 50 centimes sur mars 1995 et 59 centimes sur juin 1995). En conséquence, les écarts avec le taux à 3 mois au comptant se sont sensiblement accrus, atteignant, au 31 août, 51 centimes sur décembre, 85 centimes sur mars et 114 centimes sur juin. S'incrinant dans le cadre d'une tendance confirmée au raidissement de la courbe des rendements, ces évolutions reflètent un accroissement des anticipations à la hausse des taux courts à partir du début de l'année prochaine.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT « PIBOR 3 MOIS » DU MATIF  
du 31 juillet 1994 au 31 août 1994**



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

Mise à jour le 8 septembre 1994

**5.1.3. Le marché des bons du Trésor**

**Adjudications**

Au cours du mois d'août, le Trésor a procédé à l'adjudication de 120,6 milliards de bons à taux fixe en francs (102,9 milliards de BTf et 17,7 milliards de BTAN). Ce montant est en nette progression par rapport au mois précédent (87,2 milliards de bons adjudés en juillet).

L'encours total de bons en circulation est en augmentation (905,7 milliards de bons en francs, contre 860,4 milliards en juillet ; 3,9 milliards de bons en écus — même montant que le mois précédent —).

ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN FRANCS									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumissions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux interbancaire (f)
					(d)				
1 <sup>er</sup> août 94	BTF	4 sem.	25 200	4 000	0	5,18	5,20	5,39	5,65
1 <sup>er</sup> août 94	BTF	13 sem.	40 587	11 154	1 146	5,33	5,35	5,53	5,74
1 <sup>er</sup> août 94	BTF	44 sem.	9 650	3 389	381	5,74	5,75	5,86	5,98
8 août 94	BTF	13 sem.	48 328	10 008	1	5,31	5,34	5,51	5,69
8 août 94	BTF	26 sem.	12 900	3 003	0	5,55	5,57	5,72	5,85
16 août 94	BTF	13 sem.	42 650	16 465	1 461	5,48	5,50	5,69	5,89
16 août 94	BTF	42 sem.	13 680	3 291	289	6,10	6,13	6,24	6,33
18 août 94	BTAN 6,50 %	2 ans	25 135	8 860	35	99,20	99,00	6,90	7,44
18 août 94	BTAN 7 %	5 ans	16 921	8 871	71	98,26	98,04	7,39	8,01
22 août 94	BTF	13 sem.	64 850	22 541	2 537	5,48	5,50	5,69	5,85
22 août 94	BTF	29 sem.	11 950	5 652	652	5,88	5,91	5,91	6,12
29 août 94	BTF	13 sem.	64 180	18 014	2	5,44	5,45	5,64	5,82
29 août 94	BTF	28 sem.	15 797	5 382	376	5,77	5,79	5,95	6,09

(a) Date d'adjudication  
 (b) BTF : bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : bons du Trésor à intérêt annuel  
 (c) En millions de francs  
 (d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)  
 (e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté.  
 (f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

Sur les BTF 13 semaines, les taux à l'émission se sont tendus lors des adjudications des 16 et 22 août de 0,15 point par rapport à la première adjudication du mois. Ils se sont ensuite légèrement repliés.

En ce qui concerne les BTAN en francs émis le 18 août, on note une hausse de quelque 0,60 point sur les tranches à 2 et 5 ans par rapport à juillet.

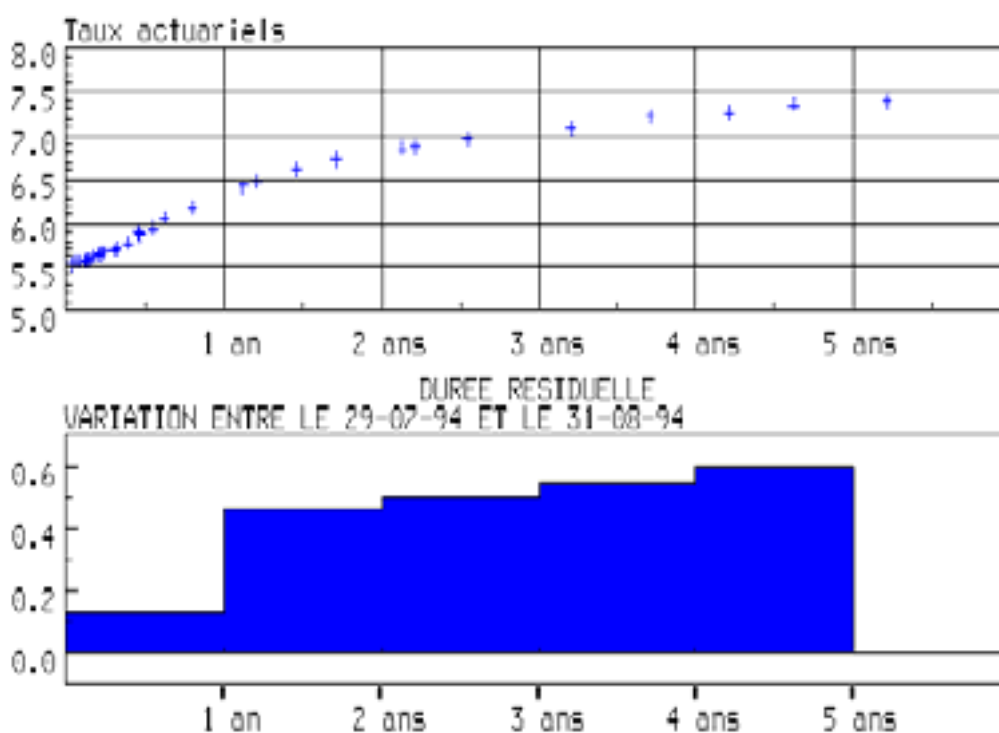
### Marché secondaire

Au cours du mois d'août, les taux de rendement des bons du Trésor ont progressé sur l'ensemble des échéances. La pente de la courbe des taux s'est de nouveau sensiblement accentuée, particulièrement sur les durées comprises entre 6 mois et 2 ans avec un écart passant de 56 centimes à 91 centimes.

Dans le compartiment des BTF, la tension a été modérée (une dizaine de centimes) sur les échéances jusqu'à trois mois, mais a atteint 25 centimes environ sur les maturités 9 mois/1 an entre le 11 et le 16 août. Par la suite, les taux n'ont pas amorcé de repli à l'exception du taux du BTF à 1 mois qui est revenu sur son niveau du début du mois.

Sur le compartiment des BTAN, la détérioration a été plus sensible : la hausse des rendements est de l'ordre de 40 centimes à 50 centimes pour les maturités 1 à 2 ans et 50 centimes à 60 centimes au-delà. Les investisseurs, non résidents essentiellement, se sont en effet portés vendeurs de BTAN sous l'influence de la dégradation générale en Europe des marchés obligataires dans un contexte de quasi-disparition des anticipations d'une baisse supplémentaire des taux courts et de craintes d'une reprise de l'inflation.

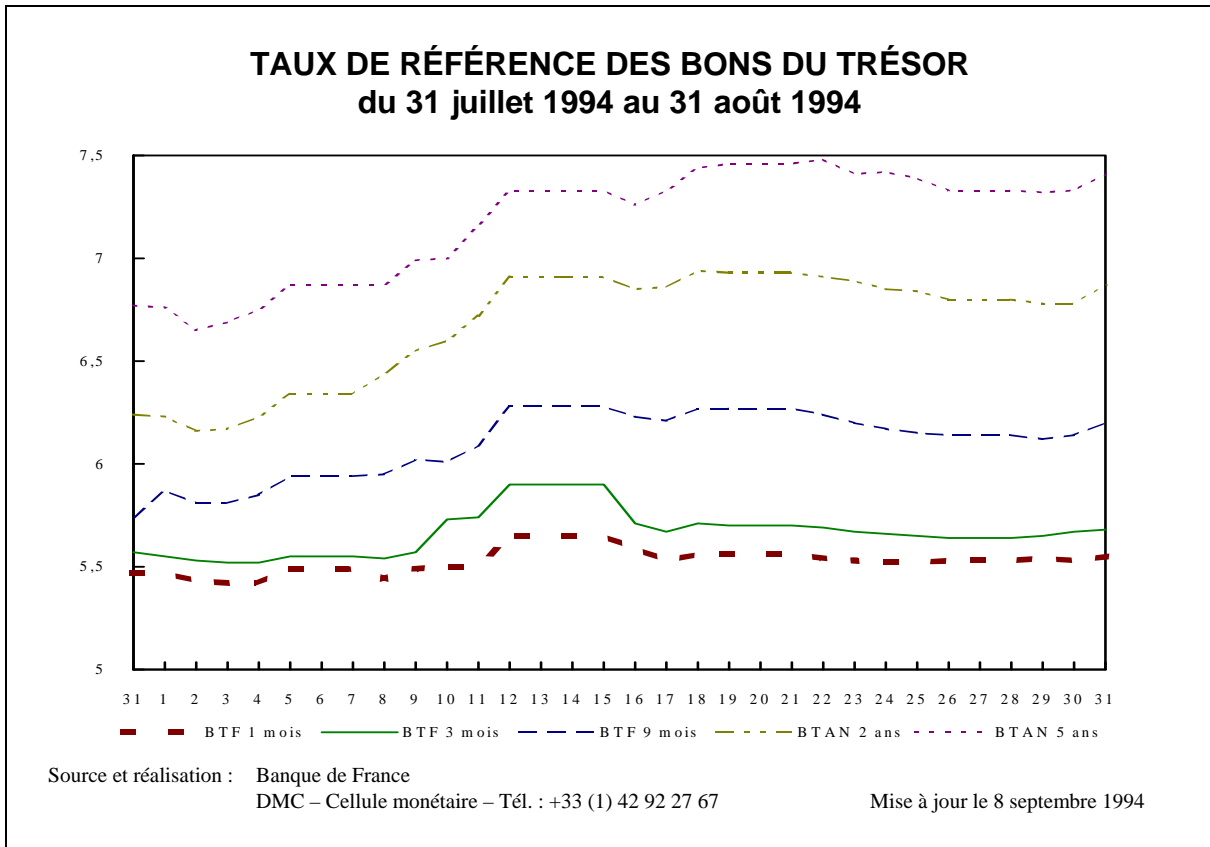
**BONS DU TRÉSOR**  
taux de référence Banque de France au 31 août 1994



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

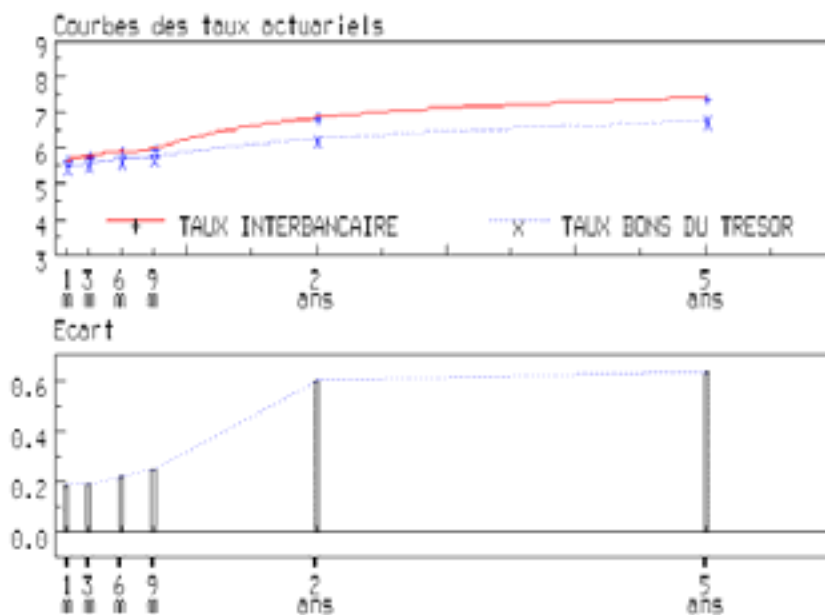


Actualité

L'écart entre le marché secondaire des bons du Trésor et le marché interbancaire n'a pas connu d'évolution notable : il se situe toujours sur un niveau de 20 points de base pour les BTF et 60 points de base pour les BTAN.

### COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE

au 31 août 1994



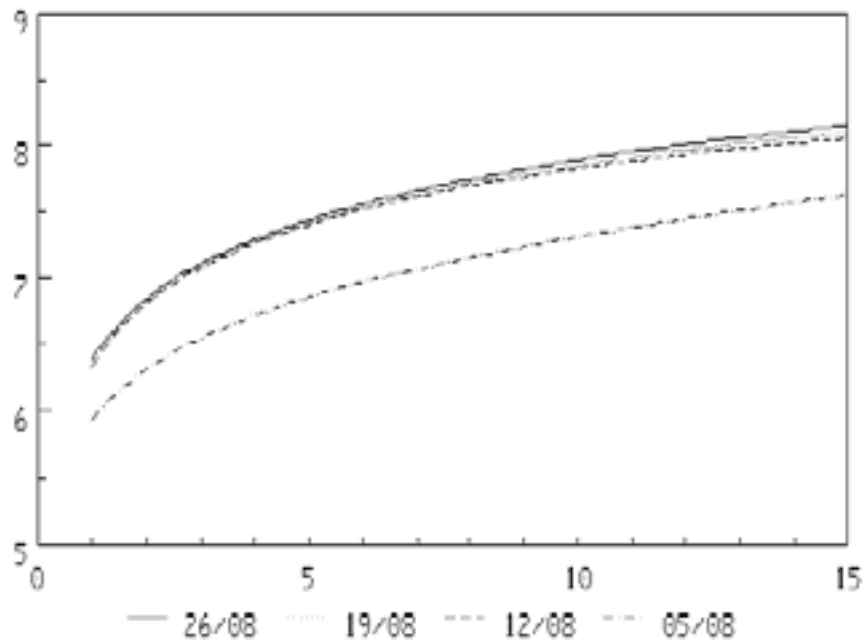
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 8 septembre 1994

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

Au mois d'août, le marché obligataire français s'est sensiblement dégradé, à l'instar des principales places européennes, dans un contexte marqué par un certain désintérêt des investisseurs finaux.

**COURBE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT  
du 31 juillet au 31 août 1994**



durée de vie résiduelle en années

Source et réalisation : Banque de France

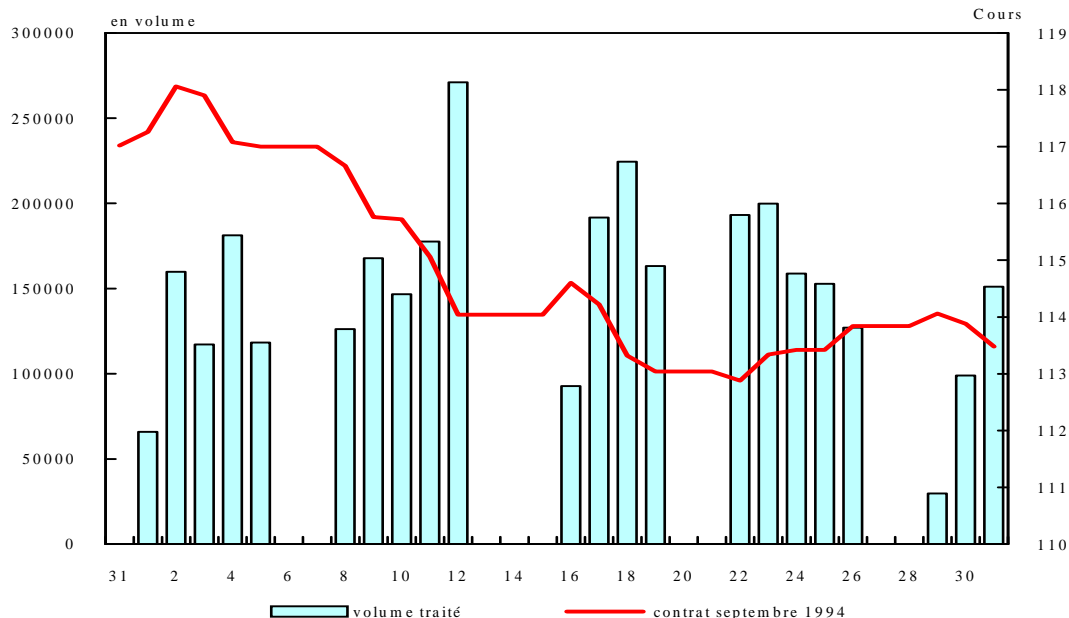
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 8 septembre 1994

L'ensemble de la courbe de taux s'est déplacée vers le haut avec une amplitude de 40 points à 50 points de base, le rendement de l'emprunt phare à 10 ans ayant gagné 53 centimes. L'écart OAT-Bund à 10 ans s'est élargi de 47 points à 64 points de base.



### ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 juillet 1994 au 31 août 1994



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

Sur le Matif, les cours du notionnel se sont repliés de 354 points et 380 points de base sur les deux échéances les plus liquides (septembre et décembre).

Se maintenant au début du mois sur la bonne orientation constatée en juillet, le marché obligataire a commencé son repli dès le 4 août, dans le sillage du marché allemand, affecté par la publication du chiffre des commandes à l'industrie venant confirmer l'ampleur de la reprise économique outre-Rhin.

À la suite du relèvement des taux directeurs suédois et italien le 11 août, la baisse du marché obligataire s'est accentuée, en raison notamment de nouveaux retraits de la part d'investisseurs non résidents.

Durant la troisième semaine d'août, une certaine stabilisation s'est produite, mais les marchés sont restés vulnérables, les décisions monétaires prises en Europe tendant à renforcer le sentiment que le cycle de baisse des taux en Europe était arrivé à son terme.

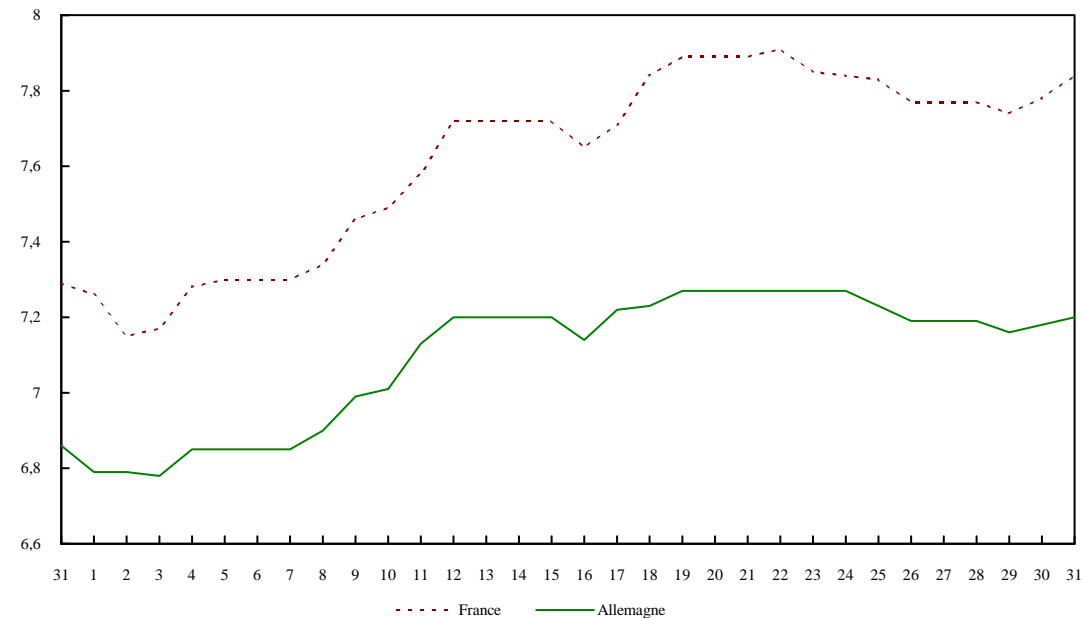
La faiblesse persistante du dollar, suscitant des désengagements du marché obligataire américain, a aussi pesé sur les marchés européens.

Enfin le 30 août, l'annonce du relèvement du taux de base bancaire par les principaux établissements de crédit français a quelque peu pesé sur les cours sans pour autant provoquer une aggravation sensible par rapport aux autres marchés européens, eux-mêmes affectés par une tendance à la baisse.

La détérioration du marché obligataire français en août s'est toutefois opérée dans un contexte assez peu actif.

Si le volume du notionnel et de son option affiche une progression de 10 % par rapport à juillet 1994, la position ouverte poursuit sa réduction (16 % par rapport à juillet 1994), traduisant le désengagement partiel des non-résidents, et plus généralement, une grande prudence des opérateurs.

### ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 juillet 1994 au 31 août 1994



Ta

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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 8 septembre 1994

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

(arrêtée au 12 septembre)

Durant les premières journées de septembre, les marchés de taux d'intérêt sont restés dominés par la tendance médiocre constatée depuis le début du mois d'août. Dans ce contexte, la parution d'un indice des prix à la production pour juillet aux États-Unis nettement supérieur aux prévisions (+ 0,6 %), en ravivant les craintes inflationnistes, a fortement déprimé les marchés le 9 septembre dans l'après-midi.

Alors que les rendements interbancaires jusqu'à un an demeuraient pratiquement stables, les taux obligataires ont enregistré une sensible remontée, l'indice des emprunts du gisement passant de 7,82 % le 31 août à 8,07 % le 12 septembre au matin.

## 5.2. Les émissions

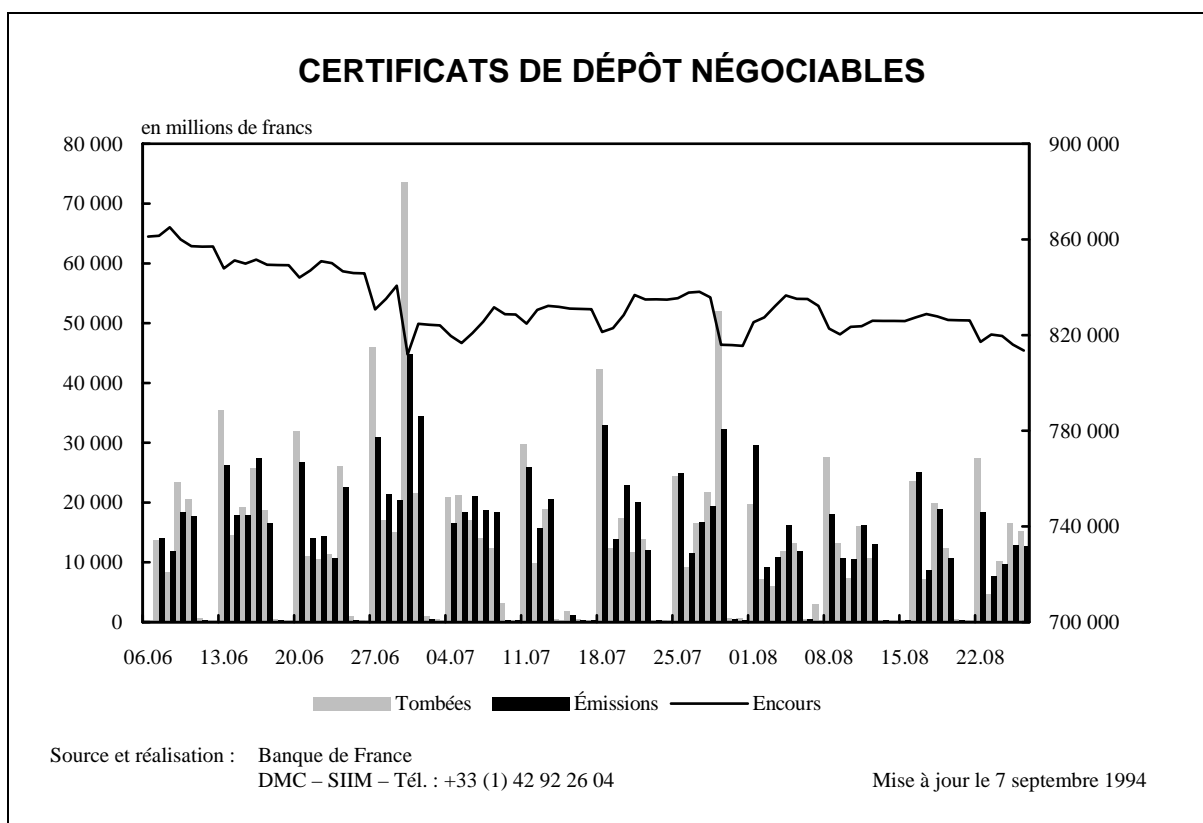
Le volume global des titres de créances négociables a peu varié au cours du mois d'août. En dehors des billets de trésorerie dont l'encours a faiblement progressé, les évolutions des bons à moyen terme négociables, des certificats de dépôt et des bons des institutions et des sociétés financières, se sont toutes traduites par un léger repli.

Sur le marché primaire obligataire, la pause estivale a affecté comme chaque année les flux d'émissions brutes relatifs aux emprunts réglés en août.

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

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

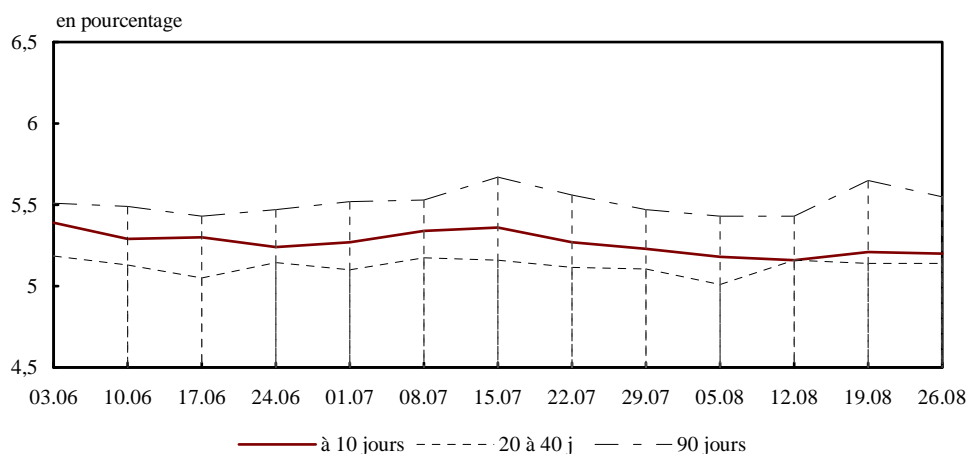
L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 813,5 milliards de francs le 26 août, contre 815,5 milliards le 31 juillet et 811,9 milliards le 30 juin. Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 26 août ont atteint 272,1 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 399,9 milliards en juillet et 458,4 milliards en juin. Onze émetteurs ont enregistré une diminution d'encours supérieure à un milliard de francs entre fin juillet et le 26 août. Les baisses les plus importantes ont été les suivantes : Banque générale du Phenix (- 3,5 milliards de francs), Crédit lyonnais (- 2,2 milliards), Internationale Nederlanden Bank (- 1,8 milliard), Crédit commercial de France (- 1,7 milliard) et Compagnie bancaire (- 1,6 milliard). À l'inverse, sept établissements sont concernés par des hausses d'encours supérieures à un milliard de francs, les plus notables étant celles de la Banque Paribas (+ 3,4 milliards), la Caisse nationale de Crédit agricole (+ 2,6 milliards), la Banque française du commerce extérieur (+ 2 milliards), la Société générale (+ 1,8 milliard) et la Lyonnaise de Banque (+ 1,5 milliard).



Le nombre d'émetteurs s'est établi à 402 le 26 août 1994.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	1 <sup>er</sup> au 5 août	8 au 12 août	15 au 18 août	22 au 26 août
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	5,18	5,16	5,21	5,20
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	5,25	5,27	5,35	5,33
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	5,43	5,43	5,65	5,55
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	4,70	4,70	4,77	4,85
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	5,32	5,62	5,51	5,43

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



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

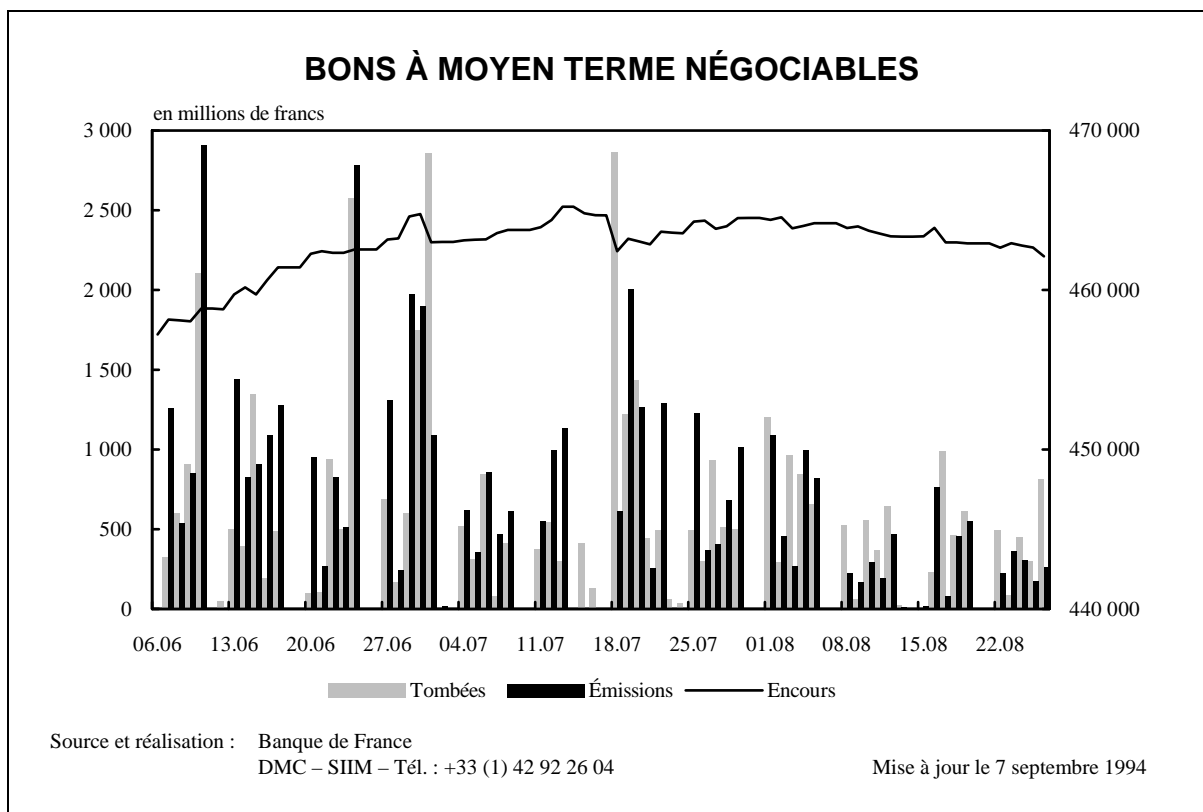
Mise à jour le 7 septembre 1994

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

Les BMTN ont atteint un encours de 462,1 milliards de francs le 26 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 464,5 milliards le 31 juillet et 464,8 milliards le 30 juin.

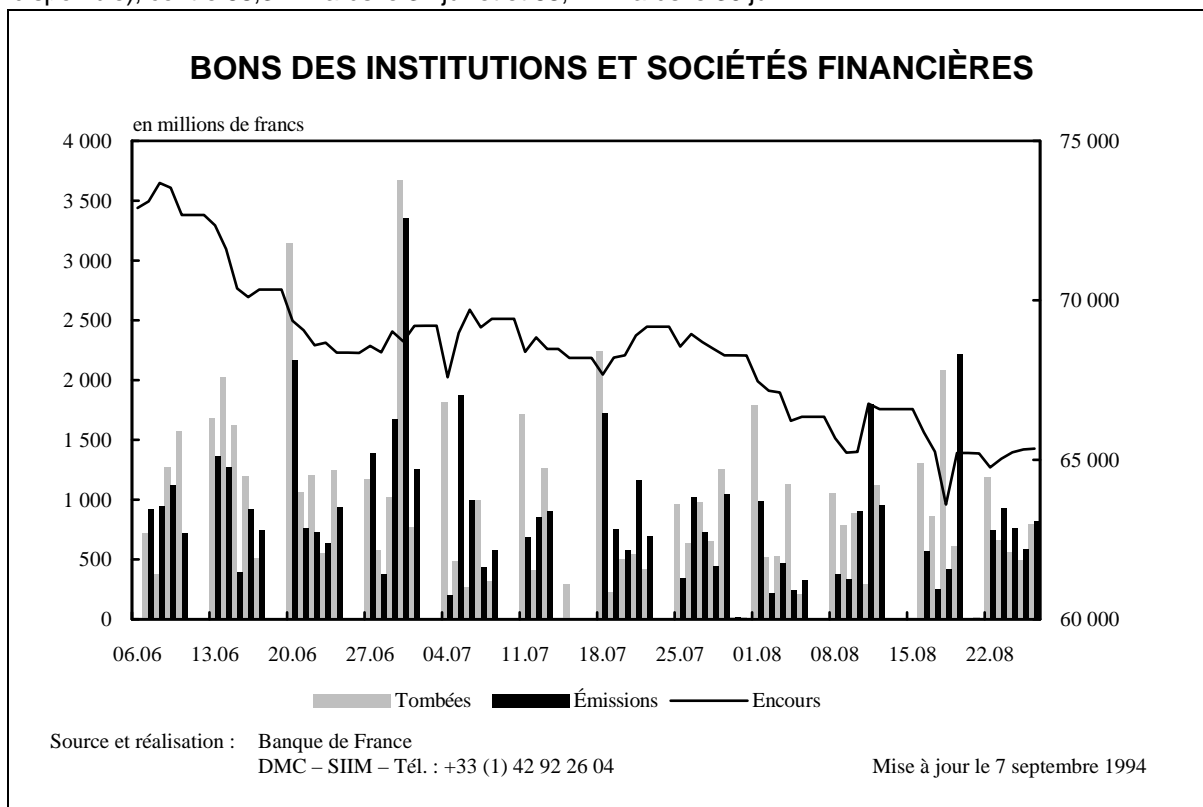
Les émissions se sont élevées à 8,2 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 26 août, contre 15,8 milliards en juillet et 26,8 milliards en juin.

Enfin, 166 émetteurs avaient un encours en gestion au 26 août, comme à fin juillet, contre 164 fin juin.



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

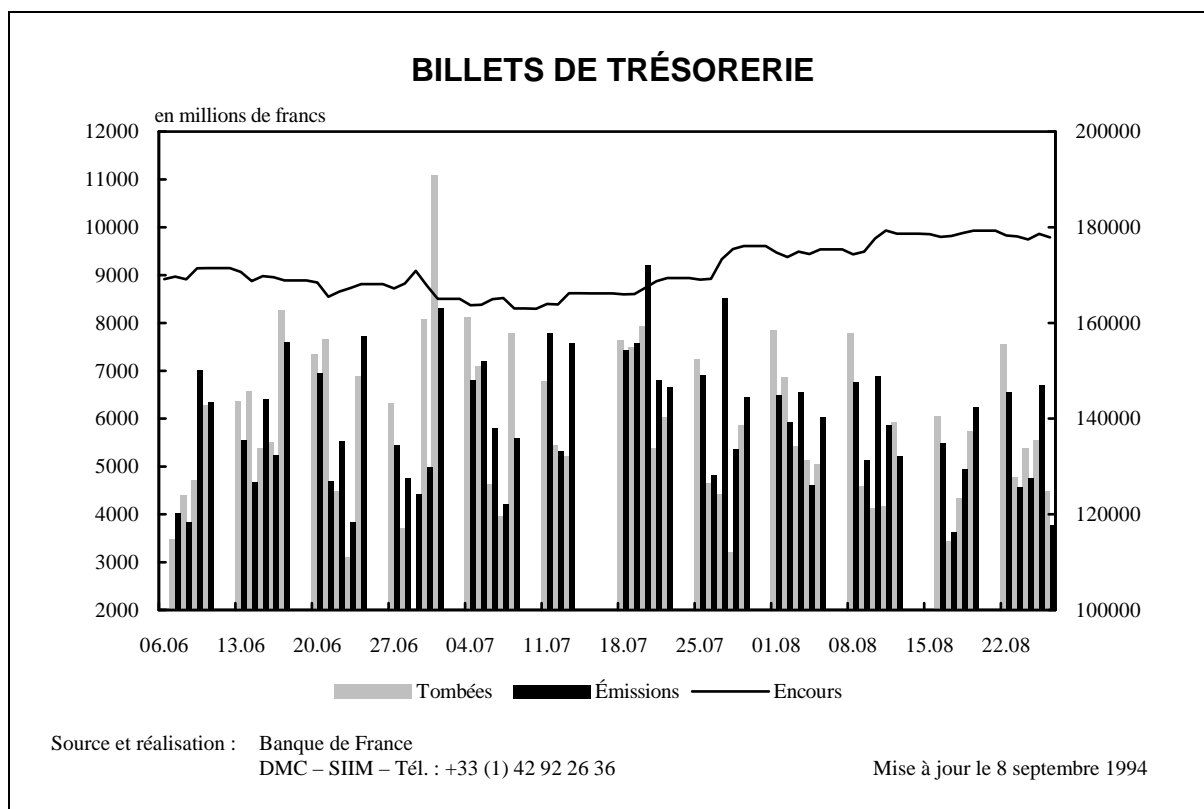
L'encours de ces bons est passé à 65,4 milliards de francs le 26 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 68,3 milliards le 31 juillet et 68,7 milliards le 30 juin.



**Billets de trésorerie (BT)**

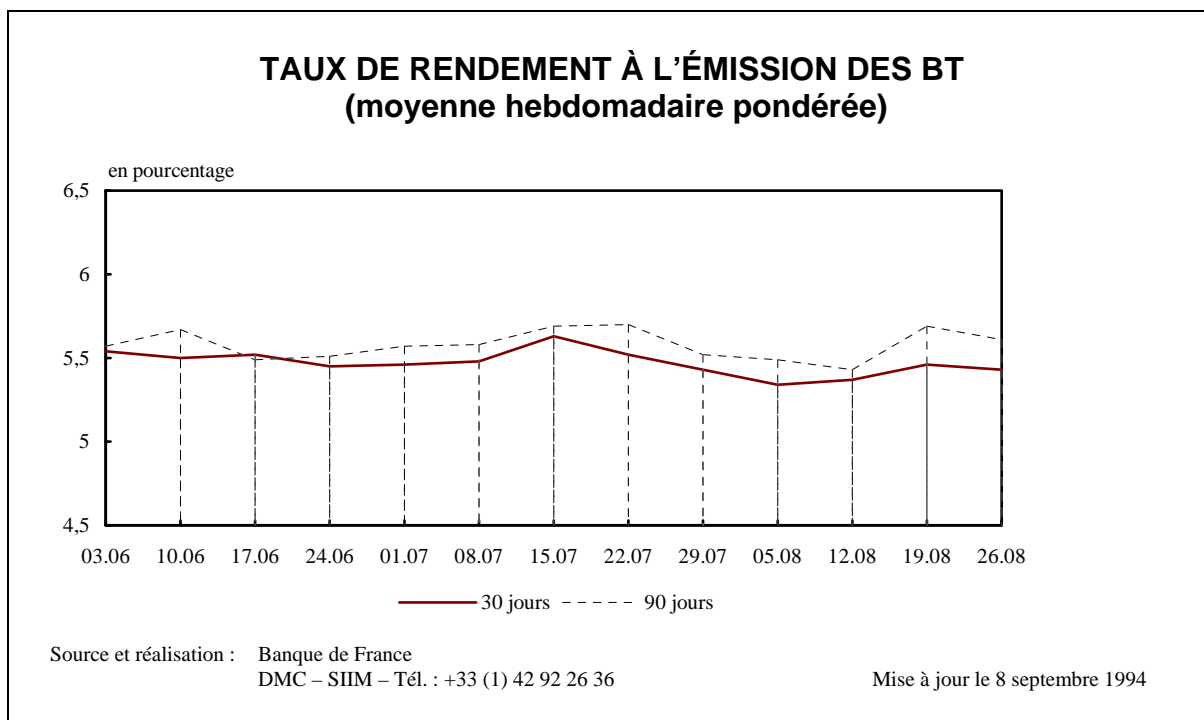
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 177,9 milliards de francs le 26 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 176,1 milliards le 31 juillet et 167,8 milliards le 30 juin.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 26 août a atteint 106,0 milliards de francs, contre 128,2 milliards en juillet et 119,7 milliards en juin (respectivement 104,2 milliards de francs, contre 120,0 milliards et 126,3 milliards pour les tombées). Sur l'ensemble des émetteurs, les hausses d'encours les plus élevées réalisées entre le 31 juillet et le 26 août ont été celles de Total CFP (+ 3,7 milliards de francs), Alcatel Alsthom (+ 1,5 milliard) et LVMH (+ 1,1 milliard) ; pour la même période, les replis les plus notables ont concerné Sofira (- 1,6 milliard de francs), France Télécom (- 1,3 milliard), la Compagnie générale des eaux (- 1,2 milliard) et la SNCF (- 1,0 milliard).



Le 26 août, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 106 ; 42 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 51,3 % de l'encours global.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours		1 <sup>er</sup> au 5 août	8 au 12 août	15 au 19 août	22 au 26 août
		Plus bas	5,25	5,26	5,36
	Plus haut	5,45	5,68	5,60	5,53
Tiop à un mois		5 au 8 août	12 au 15 août	19 au 22 août	26 au 29 août
		Plus bas	5,38	5,43	5,50
	Plus haut	5,44	5,61	5,58	5,50





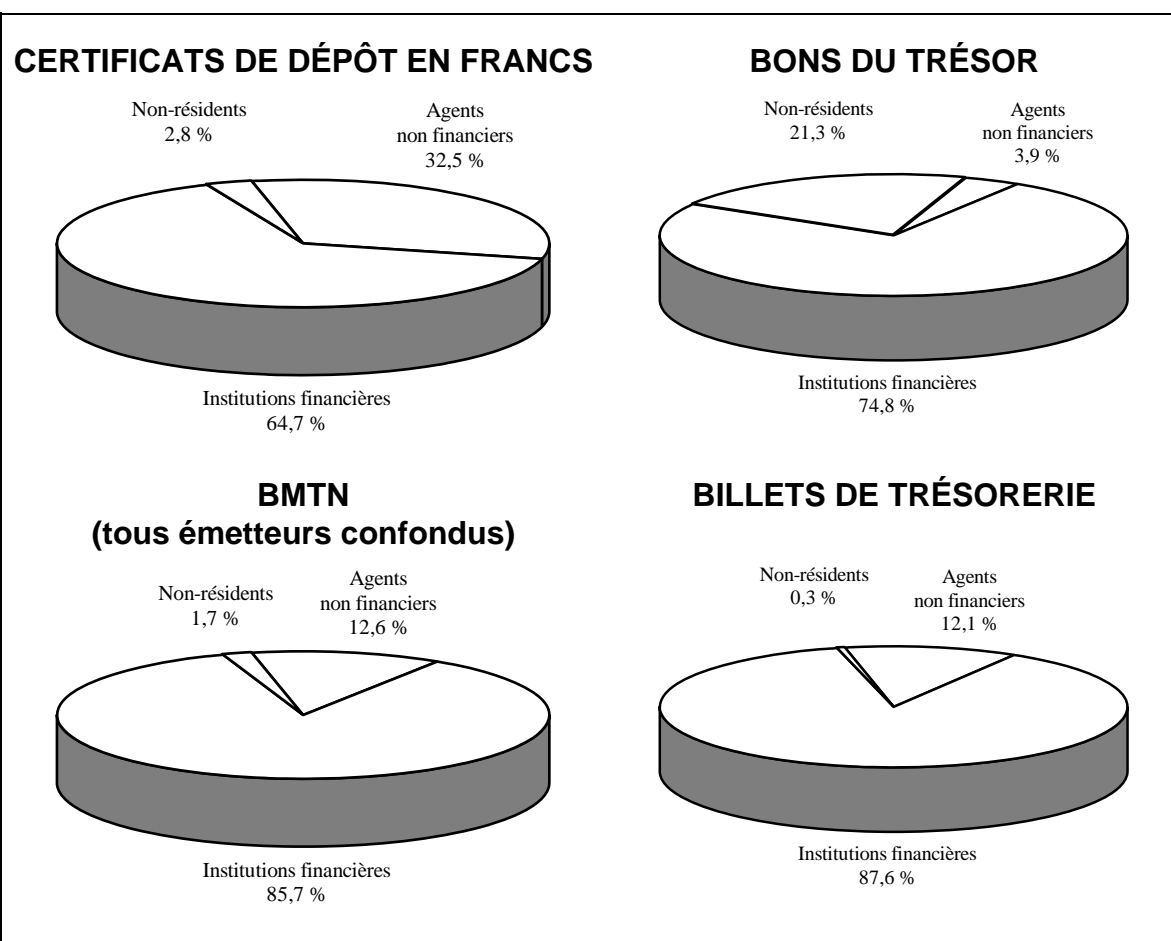
**Répartition par catégorie de détenteurs**

(statistiques à fin juillet 1994)

L'encours global des titres de créances négociables en francs représente 2 401,7 milliards de francs en juillet.

La part de détention des non-résidents a très légèrement diminué (9,2 %, après 9,5 % en juin), notamment en ce qui concerne les bons du Trésor (21,3 %, après 22,2 % le mois précédent).

La part de détention des agents non financiers a progressé pour les certificats de dépôt (+ 0,4 point), les bons du Trésor (+ 0,2 point) et les billets de trésorerie (+ 0,7 point). Elle s'est légèrement rétractée sur l'ensemble des bons à moyen terme négociables (- 0,1 point).



## 5.2.2. Le marché primaire obligataire en août

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

(cotées à la Bourse de Paris)

Depuis le mois de février, la volatilité des marchés de taux incite les émetteurs comme les investisseurs à la prudence et la hausse récente des taux d'intérêt à long terme a sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées, tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières.

Par ailleurs, la pause estivale a affecté comme chaque année l'activité sur les marchés primaires obligataires qui a donc été particulièrement réduite en août. L'absence prolongée des investisseurs non résidents sur ce compartiment conduit les émetteurs à se tourner désormais vers le marché intérieur et notamment vers la clientèle des particuliers attirée par les conditions de rémunération attachées aux nouveaux emprunts.

Les émissions brutes réglées en août n'ont ainsi atteint que 24 milliards de francs, contre 36 milliards en juillet et 47 milliards en juin, alors qu'en 1993, la moyenne mensuelle des émissions (hors grand emprunt d'État) s'établissait à 52 milliards. Près de 95 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par marché								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1994	8 mois 1994	8 mois 1993	Année 1993		Août 1994	8 mois 1994	8 mois 1993	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
19,0	167,1	283,5	360,2	État	19,0	140,5	251,6	304,0
3,6	43,3	82,3	114,1	Établissements de crédit et assimilés	2,8	- 20,7	16,5	12,5
-	35,9	32,8	48,2	Sociétés non financières	- 3,3	7,9	9,7	12,3
0,2	23,8	3,2	4,1	Autres émetteurs résidents	- 0,2	21,2	- 0,4	- 0,5
<b>22,8</b>	<b>270,1</b>	<b>401,7</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>18,4</b>	<b>148,9</b>	<b>277,4</b>	<b>328,3</b>
-	5,0	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	3,7	- 1,4	- 1,5
<b>22,8</b>	<b>275,1</b>	<b>401,7</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>18,4</b>	<b>152,6</b>	<b>276,0</b>	<b>326,8</b>
-	4,9	8,1	16,4	dont émissions en écus (b)	- 0,1	3,1	8,1	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
-	40,5	46,1	79,9	Établissements de crédit et assimilés	-	28,4	32,6	65,5
1,0	13,0	33,3	43,7	Sociétés non financières	1,0	10,5	32,5	42,9
-	0,8	1,4	4,9	Autres émetteurs résidents	-	0,5	1,4	4,9
<b>1,0</b>	<b>54,3</b>	<b>80,8</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>1,0</b>	<b>39,4</b>	<b>66,5</b>	<b>113,3</b>
<b>0,2</b>	<b>52,8</b>	<b>50,7</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>0,2</b>	<b>44,4</b>	<b>45,8</b>	<b>72,0</b>
<b>1,2</b>	<b>107,1</b>	<b>131,5</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1,2</b>	<b>83,8</b>	<b>112,4</b>	<b>185,2</b>
-	5,0	-	-	dont émissions en écus	-	- 2,5	- 1,5	- 2,5
-	4,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	1,4	- 1,5	- 2,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)								
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.								
Source et réalisation : Banque de France DESM - PVM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 09								
Mise à jour le 2 septembre 1994								

La **collecte des résidents** ressort à 23,8 milliards de francs (33 milliards en juillet), soit presque la totalité des émissions réglées en août.

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 19 milliards de francs (19,9 milliards en valeur nominale), après 20,6 milliards en juillet. L'essentiel des fonds ont été levés en francs sur trois lignes, l'« OAT 6,75 % octobre 2004 » créée en juin dernier, l'« OAT 8,50 % octobre 2008 » et l'« OAT 6 % octobre 2025 ». Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,3 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (19 à 21 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 0,7 milliard au titre des soumissions non compétitives. Les taux de rendement se sont détendus pour s'établir à 7,23 % et 7,79 % pour chacune des OAT 2004 et 2025, en baisse respectivement de 46 et 50 points de base par rapport aux adjudications du mois précédent.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1994	8 mois 1994	8 mois 1993	Année 1993		Août 1994	8 mois 1994	8 mois 1993	Année 1993
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
19,0	162,1	275,3	343,8	État	19,1	137,3	243,4	287,6
3,6	79,5	128,3	194,0	Établissements de crédit et assimilés	2,8	6,0	50,7	80,5
1,0	48,9	66,2	91,9	Sociétés non financières	- 2,2	18,4	42,2	55,2
0,2	24,6	4,6	9,0	Autres émetteurs résidents	- 0,2	22,0	1,0	4,4
<b>23,8</b>	<b>315,1</b>	<b>474,4</b>	<b>638,8</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>19,5</b>	<b>183,8</b>	<b>337,3</b>	<b>427,7</b>
<b>0,2</b>	<b>57,1</b>	<b>50,7</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>0,2</b>	<b>51,9</b>	<b>44,4</b>	<b>70,5</b>
<b>24,0</b>	<b>372,3</b>	<b>525,1</b>	<b>718,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>19,7</b>	<b>235,7</b>	<b>381,7</b>	<b>498,2</b>
22,8	270,1	393,6	510,2	dont émissions intérieures	18,5	149,4	267,8	310,5
22,8	265,1	393,6	510,2	dont émissions intérieures des résidents	18,5	145,7	269,3	312,0
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
-	4,9	8,1	16,4	État	- 0,1	3,1	8,1	16,4
-	4,3	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	1,7	- 1,5	- 2,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	- 0,3	-	-
-	<b>9,3</b>	<b>8,1</b>	<b>16,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,6</b>	<b>13,9</b>
-	0,7	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	- 3,8	-	-
-	<b>9,9</b>	<b>8,1</b>	<b>16,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>6,6</b>	<b>13,9</b>
-	4,9	8,1	16,4	dont émissions intérieures	- 0,1	3,1	8,1	16,4
-	4,9	8,1	16,4	dont émissions intérieures des résidents	- 0,1	3,1	8,1	16,4

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

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

Mise à jour le 2 septembre 1994

**Hors État**, la collecte des résidents n'a atteint que 4,8 milliards de francs (12,5 milliards en juillet), 21 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les **établissements de crédit** ont recueilli 75 % de ce montant, soit 3,6 milliards de francs après 8 milliards en juillet. Les fonds proviennent essentiellement d'emprunts émis sur le marché intérieur.

Les **sociétés non financières** n'ont levé qu'un milliard de francs en août (5 milliards en juillet), exclusivement sur le marché international.

La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, est revenue d'un mois sur l'autre de 3 à 0,2 milliard de francs.

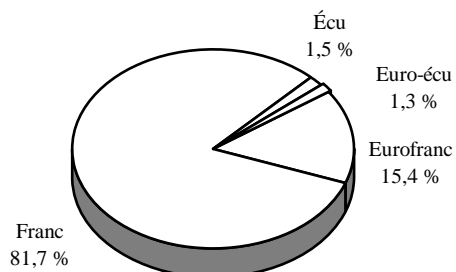
Au terme des huit premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** a fléchi sensiblement du fait de l'incidence du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) réglé en juillet 1993. D'une année sur l'autre, son montant est revenu de 482 à 324 milliards de francs.

Globalement, les résidents ont légèrement réduit en proportion leur appel au compartiment international (17 % environ du montant de leurs emprunts en 1994, contre 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). Ils ont en revanche très légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 2,8 % du total des émissions sur ces marchés à fin août 1994, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Ces évolutions doivent être toutefois nuancées en raison du poids du grand emprunt d'État dans la collecte des résidents en 1993. En effet, près des deux tiers (66 %) des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de l'année 1993.

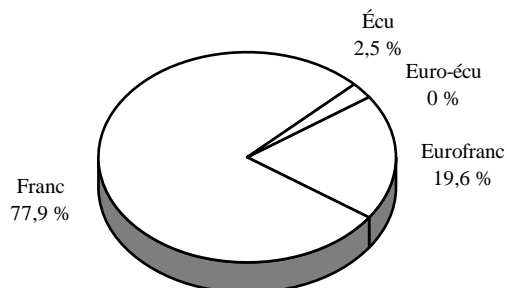
Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec 80 % des émissions brutes), la part de l'État représente, à fin août 1994, 51,5 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % pour l'ensemble de l'année 1993.

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

**8 MOIS 1994**

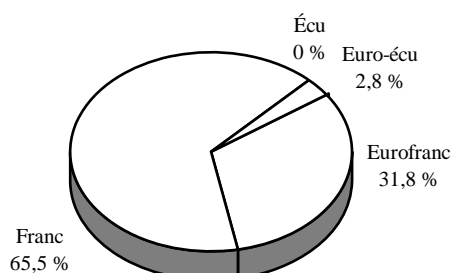


**ANNÉE 1993**

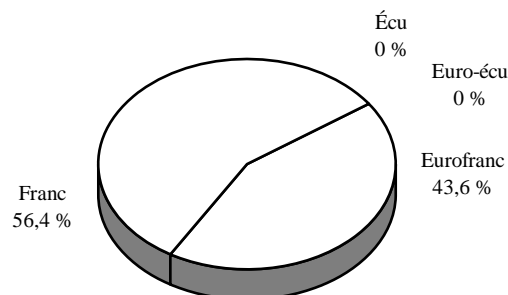


**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)**

**8 MOIS 1994**

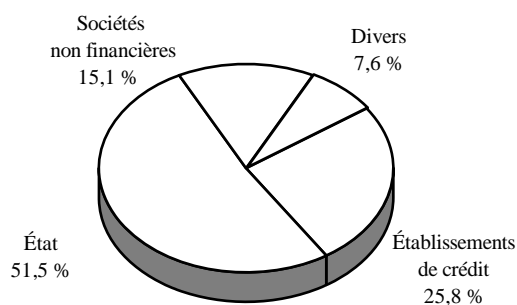


**ANNÉE 1993**

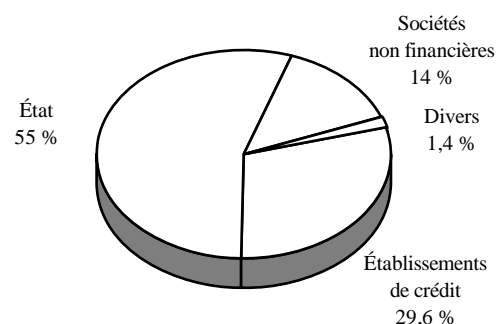


**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR**

**8 MOIS 1994**



**ANNÉE 1993**



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

Mise à jour le 2 septembre 1994

## 5.2.3. Le marché primaire des actions en juillet

<b>ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT</b>					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Jun 1994	Juillet 1994	7 mois 1994	7 mois 1993	Année 1993
<b>TOTAL ÉMIS (a)</b> .....	<b>30,79</b>	<b>31,37</b>	<b>165,79</b>	<b>130,72</b>	<b>240,50</b>
<b>DONT :</b>					
– émissions de titres cotés (b).....	18,84	8,11	49,96	16,09	66,36
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	18,37	10,39	53,02	16,10	67,01
(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale (b) Cote officielle et second marché (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB  Source : Crédit lyonnais Réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09					
Mise à jour le 2 septembre 1994					

Les émissions d'actions sont restées stables d'un mois sur l'autre à hauteur de 31 milliards de francs.

Au terme des sept premiers mois, leur montant (166 milliards de francs) ressort en hausse de 35 milliards d'une année sur l'autre. Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, très fortement progressé d'une période à l'autre, pour atteindre plus de 50 milliards de francs à fin juillet 1994, contre 16 milliards un an auparavant.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

À la Bourse de Paris, le mouvement de reprise amorcé début juillet a marqué le pas sous l'effet de la remontée des taux obligataires et de la faiblesse persistante du dollar. Le redressement de la tendance intervenu au cours des tout derniers jours du mois a cependant permis à l'indice CAC 40 de clôturer à un niveau proche de celui atteint fin juillet.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 a poursuivi une tendance haussière jusqu'au 2 août, soutenue par l'évolution du marché obligataire et la présence des investisseurs non résidents. Le seuil des 2 100 a ainsi été franchi pour la première fois depuis mai dernier.

Par la suite, la tendance s'est renversée, toujours dans le sillage du marché obligataire. Le mouvement de baisse s'est maintenu jusqu'au terme du mois d'août (le 24) qui s'est soldé par un recul de 1,72 % de l'indice CAC 40.

Au cours des derniers jours du mois, une reprise s'est amorcée, favorisée par un relatif redressement du dollar et par des achats d'investisseurs souhaitant prendre position à des cours jugés attractifs. Cette hausse a permis à l'indice CAC 40 de regagner la plus grande partie du terrain perdu depuis le 3 août.

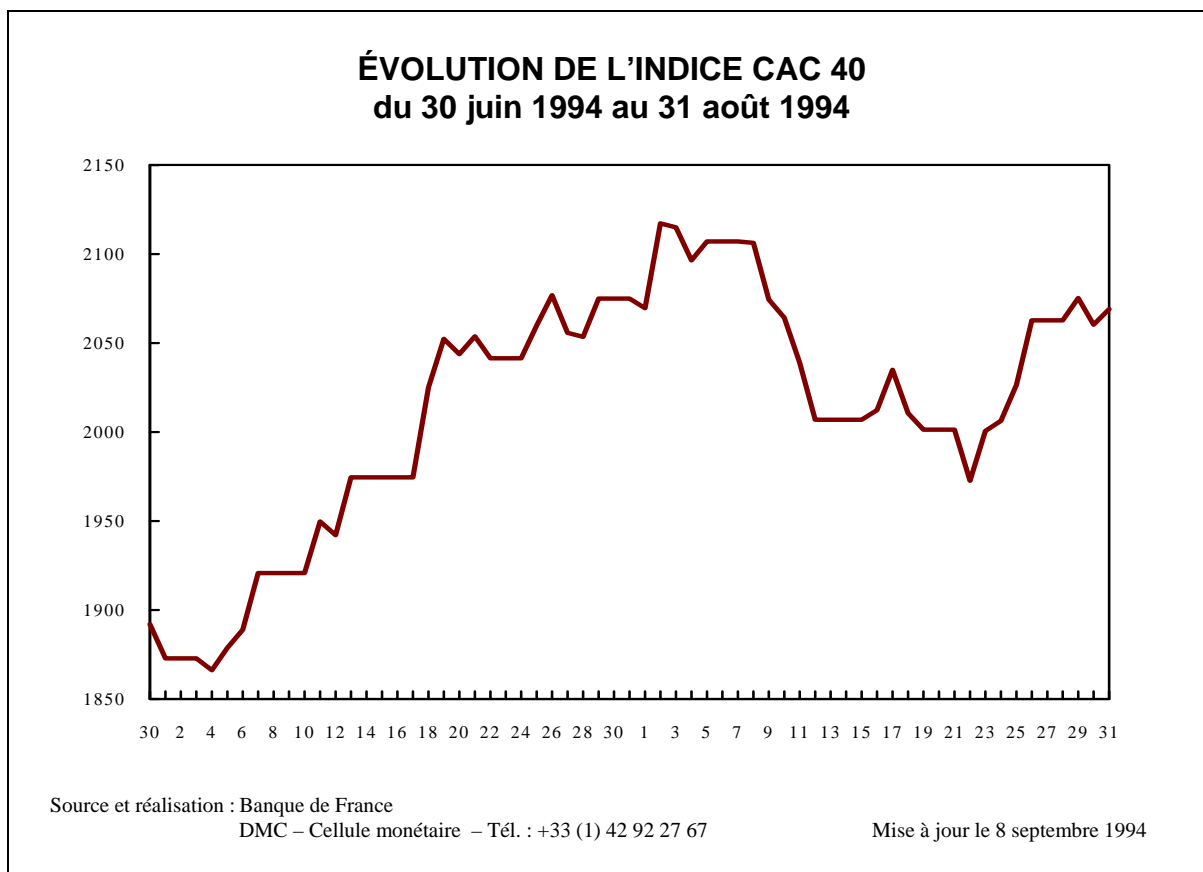
Ces évolutions sont intervenues dans des volumes d'affaires réduits en raison de la période estivale (3,3 milliards de francs de capitaux échangés en moyenne, contre 3,8 milliards en juillet).

Au total, l'indice CAC 40 enregistre un recul limité à 0,2 % sur l'ensemble du mois, la baisse depuis le début de l'année atteignant 8,8 %. En revanche, les autres places internationales se sont toutes inscrites en hausse.

<b>INDICES BOURSIERS</b>				
	31 juillet 1994	31 août 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
New York (Dow Jones) .....	3 764,50	3 913,42	3,90	4,24
Londres (FT 100).....	3 082,60	3 251,30	5,40	- 4,89
Tokyo (Nikkei) .....	20 449,39	20 628,53	0,80	18,44
Paris (CAC 40) .....	2 074,99	2 069,08	-0,20	- 8,78
Francfort (Dax).....	2 146,64	2 212,85	3,00	-2,37

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

Mise à jour le 8 septembre 1994



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

(arrêtée au 9)

Dans le sillage du marché obligataire, la Bourse de Paris était orientée à la baisse au début du mois de septembre. L'indice CAC 40 s'est replié de 5,81 % entre le 31 août et le 9 septembre.



# 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

*En juillet 1994, pour le deuxième mois consécutif, tous les agrégats monétaires ont de nouveau progressé : M1 de 2,3 % (après 1,7 % en juin), M2 de 1,5 % (après 1,1 % en juin) et l'agrégat large M3 de 1,2 % (après 0,3 % en juin).*

L'accroissement de M1, qui regroupe les moyens de paiement stricto sensu, découle notamment de la vive augmentation des dépôts à vue (2,5 %). De leur côté, les placements à vue en comptes sur livrets qui constituent M2 – M1 ont conservé, avec une progression de 0,5 %, la tendance ascendante qui les caractérise depuis plusieurs mois.

Sur un an, l'évolution des agrégats de monnaie étroits est nettement positive ; elle s'établit à 6 % pour M1 et à 5,8 % pour M2. Cette croissance soutenue, qui s'explique en partie par la diminution du coût d'opportunité de la détention d'encaisses non rémunérées ou rémunérées à des taux plafonnés, du fait de la baisse des taux d'intérêt à court terme, et sans doute aussi par le maintien d'avoirs sous forme liquide dans une période d'incertitude accrue quant au choix des placements, reflète surtout la reconstitution des encaisses de transaction liée à l'amélioration de la conjoncture économique.

L'augmentation de l'agrégat M3 en juillet (1,2 %), s'accompagne, pour la première fois depuis plus d'un an, d'une reprise marquée des avoirs monétaires rémunérés à taux de marché qui constituent M3 – M2 (0,9 %), l'encours des titres d'OPCVM court terme, notamment, ayant augmenté de 0,6 %.

Sur un an, l'évolution de cet agrégat continue de refléter l'impact des transferts de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, transferts qui se sont produits, notamment, durant la seconde partie de 1993 et au début de 1994. Néanmoins, le recul de M3 en variation annuelle s'atténue sensiblement et s'établit à 3 % nominale, au lieu de 3,7 % à la fin du mois précédent, et peut être estimé à 0,2 % seulement en tenant compte des facteurs exceptionnels liés notamment aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation qui ont influé sur la répartition des placements au cours des douze derniers mois.

La progression de l'agrégat de placement P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) reste très vive et ressort à fin juillet, entre moyennes trimestrielles centrées, à 17,1 % sur un an. Le développement des plans d'épargne-logement atteint 19,4 % sur un an, et sur la même période, la croissance des plans d'épargne populaire s'élève à 20,4 %.

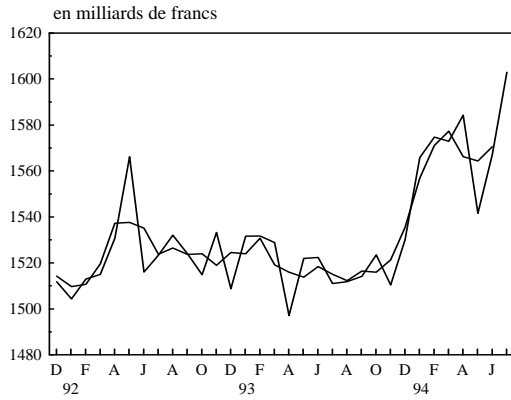
LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

À fin mai 1994, la croissance de l'endettement intérieur total a enregistré une décélération (2,6 % en glissement annuel, après 3,4 % à fin avril), en raison d'un certain ralentissement de la croissance de l'endettement de l'État, qui reste néanmoins élevée (13,8 % en glissement annuel, après 16,9 % à la fin du mois précédent).

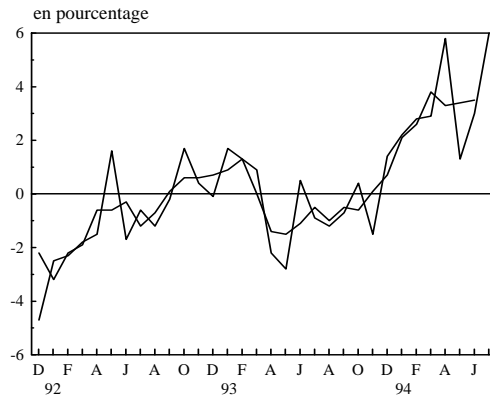
Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit sont restés pratiquement stables depuis quatre mois. Il apparaît que la situation financière des entreprises leur permet de poursuivre leur mouvement de désendettement tout en autofinçant largement la reprise de l'activité. Les concours à l'économie distribués par les banques ont augmenté de 0,1 % au cours du mois de mai.

<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin juillet 1994	Encours  données brutes en milliards de francs	Variations du mois  en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Mai 1994 (a) en pourcentage	Juin 1994 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
– M1 .....	1 624,8	2,3	3,4	3,5
– M2 .....	2 861,0	1,5	4,0	4,2
– M3 .....	5 317,1	1,2	-3,7	-3,0
– M4 .....	5 372,6	1,2	-3,9	-3,0
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
– P1 .....	1 305,7		17,9	17,1
Statistiques à fin mai 1994			Variations sur 12 mois en glissement	
			Mars 1994 en pourcentage	Avril 1994 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>				
– Endettement intérieur total .....	9 640,0	3,3	3,4	2,6
– Ensemble des crédits à l'économie.....	6 096,5	-1,2	-1,6 (b)	-1,5 (b)
– Crédits des banques à l'économie .....	3 463,9	-3,3	-3,7	-3,5
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 3,9 % ; M2 : 4,2 % ; M3 : - 3,8 % ; M4 : - 3,9 % ; P1 : 17,8 %				
(b) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29				
			Mise à jour le 2 septembre 1994	

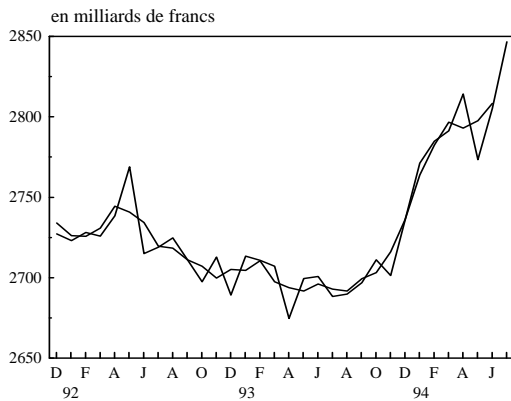
**M1**  
**Encours cvs**



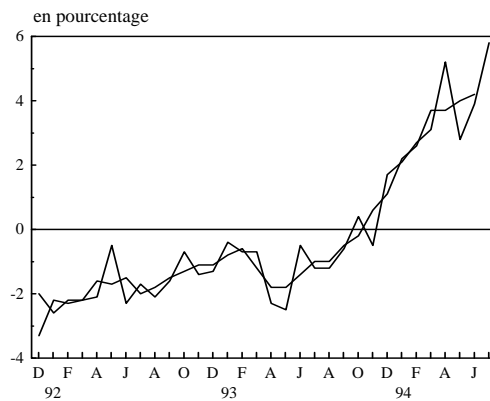
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



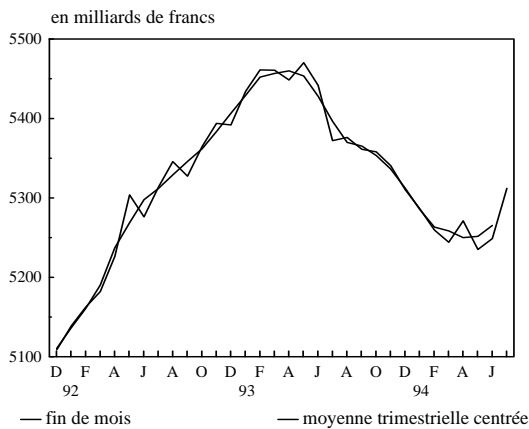
**M2**  
**Encours cvs**



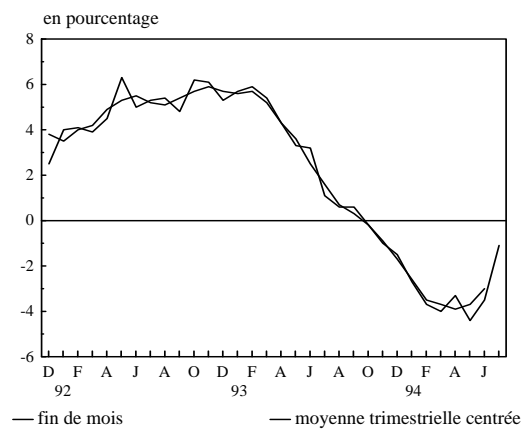
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



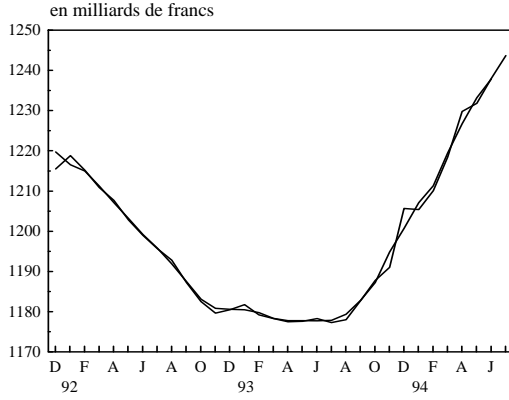
**M3**  
**Encours cvs**



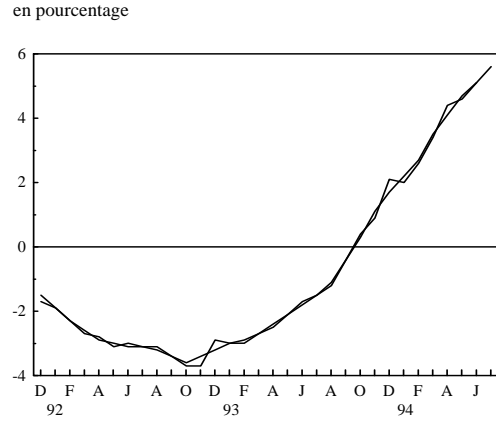
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



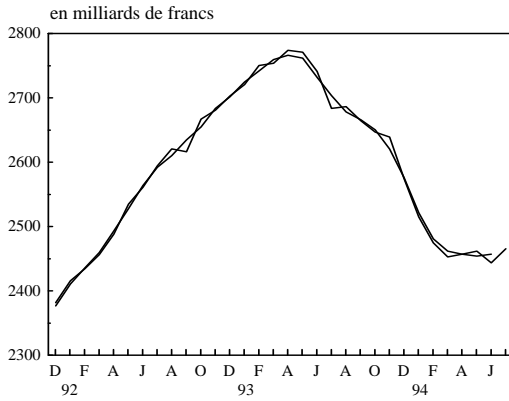
**M2 – M1**  
**Encours cvs**



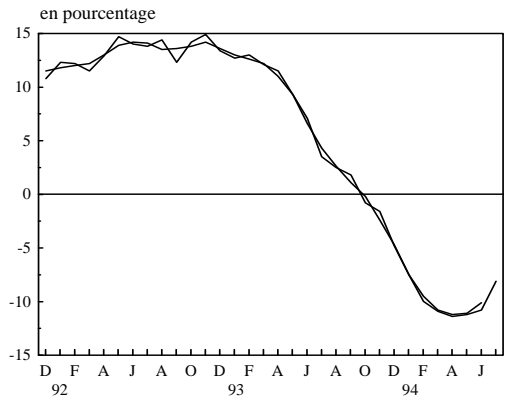
**M2 – M1**  
**Glissements sur 12 mois**



**M3 – M2**  
**Encours cvs**



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



— fin de mois                      — moyenne trimestrielle centrée

— fin de mois                      — moyenne trimestrielle centrée

## ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

Tableau non disponible

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

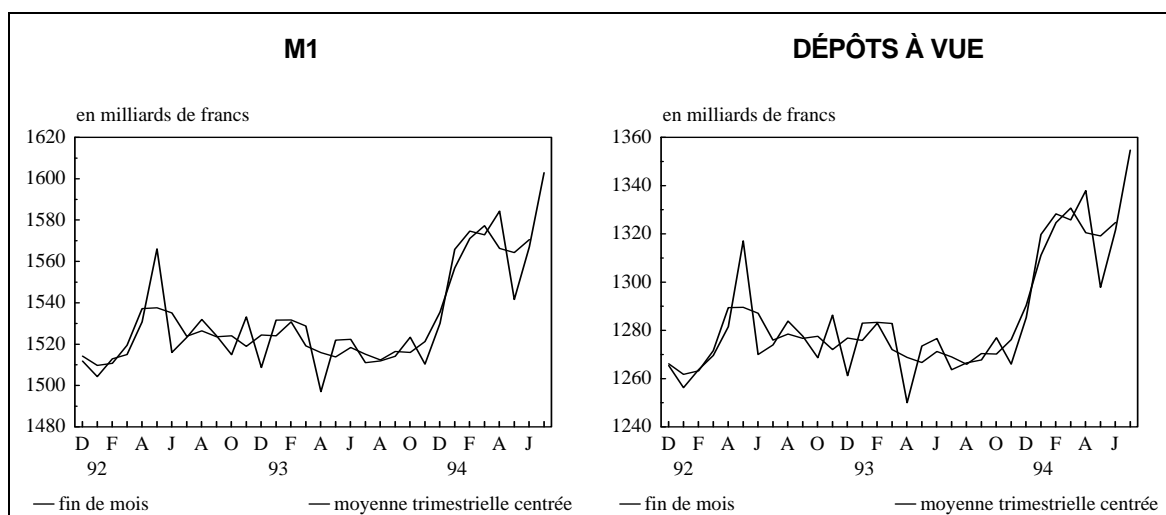
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle <sup>1</sup>

(statistiques à fin juillet 1994)

#### M1

L'agrégat M1 s'est accru nettement en juillet, pour le deuxième mois consécutif (+ 2,3 %, après + 1,7 % en juin). Sur un an, sa progression s'accélère légèrement : 3,5 %, après 3,4 % à fin juin et 3,3 % à fin mai.

Les dépôts à vue, qui représentent près de 85 % de l'encours de M1, ont augmenté de 2,5 % en juillet, après + 1,8 % en juin. Sur douze mois, leur progression atteint 4,2 %, sans changement par rapport au mois précédent.



L'encours des billets et monnaies en circulation a augmenté de 1,1 % en juillet, après + 0,7 % en juin. En glissement annuel, son évolution s'est redressée quelque peu, avec - 0,5 %, au lieu de - 0,8 % à fin juin.

#### M2 – M1

La progression de M2 – M1 est restée constante en juillet par rapport au mois précédent (+ 0,5 %). Sur douze mois, cette progression atteint 5,1 %, après 4,7 % à la fin du mois précédent, confirmant sa reprise qui se poursuit sans interruption depuis octobre 1993.

L'encours des livrets A et bleus est resté pratiquement stable en juillet (+ 0,1 %, après + 0,4 % en juin). En glissement sur douze mois cependant, la progression atteint 3,8 %, après 3,4 % à fin juin.

Les comptes d'épargne-logement se sont légèrement accrus en juillet (+ 0,2 %). Sur douze mois, leur accroissement tend à se ralentir (+ 4,7 % à fin juillet, après + 5,0 % à fin juin).

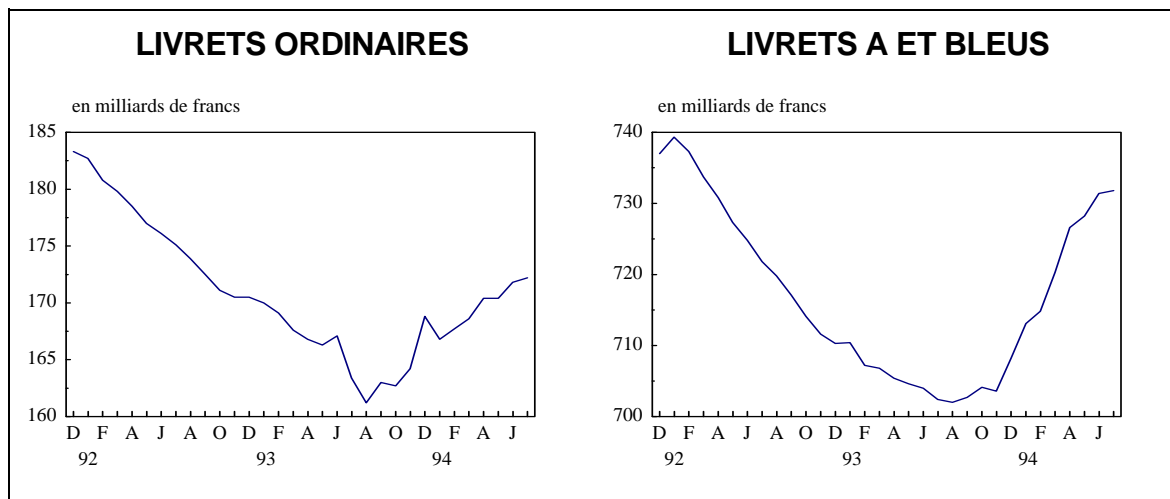
<sup>1</sup> Tous les graphiques sont en encours (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables et de P1. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

Une nouvelle accélération de la progression de l'encours des Codevi a été enregistrée en juillet (+ 1,9 %, après + 1,1 % en juin). La progression sur douze mois s'est stabilisée à un niveau élevé (+ 24,5 %, après + 24,7 % à fin juin).

Les livrets d'épargne populaire confirment leur attrait avec une augmentation de 2,2 % en juillet, après + 0,9 % en juin. Leur évolution annuelle se traduit par une accélération marquée (8,5 % à fin juillet, après + 7,3 % à fin juin).

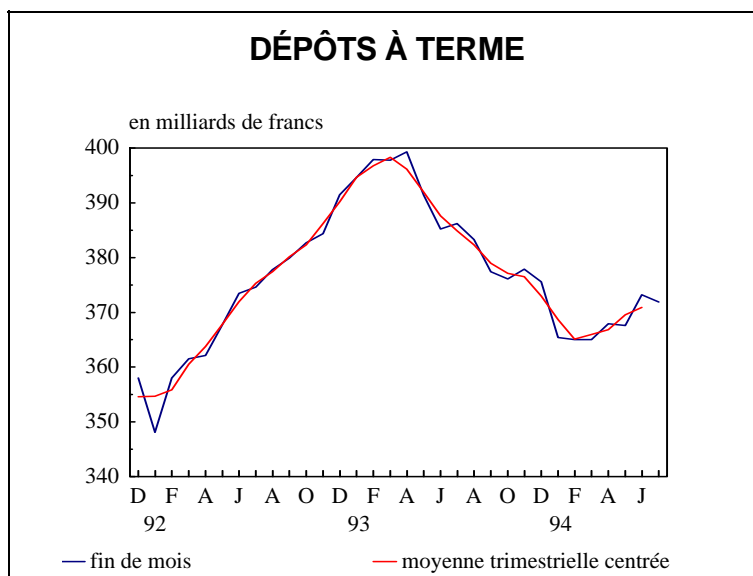
Les livrets soumis à l'impôt ont légèrement progressé (0,2 %, après + 0,9 % en juin). Sur douze mois, leur redressement se confirme (+ 3,6 % à fin juillet, après + 2,5 % à fin juin et + 1,7 % à fin mai).



**M3 – M2**

Avec une progression de 0,9 %, l'évolution de l'agrégat M3 – M2 en juillet a compensé celle du mois précédent (- 0,7 %). Sur douze mois, son repli s'atténue légèrement pour le deuxième mois consécutif, avec - 10,1 % à fin juillet, après - 11,1 % à fin juin et - 11,2 % à fin mai.

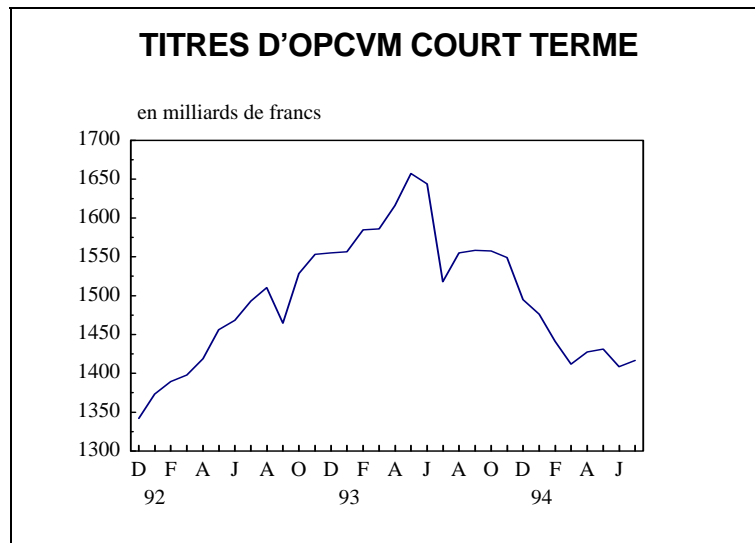
Les placements à terme se sont contractés de 0,4 %. En glissement annuel, cependant, le recul des dépôts à terme et des bons de caisse revient de - 8,7 % à fin juin à - 7,7 % à fin juillet.



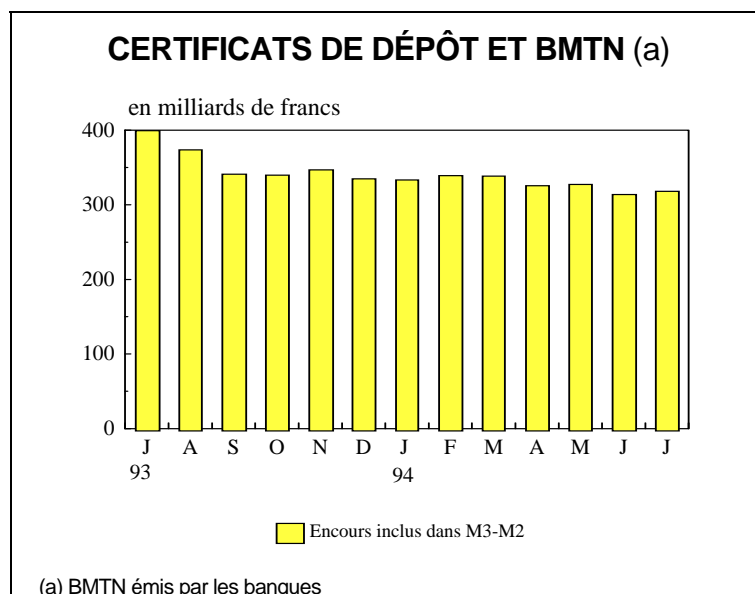
## LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

### Les agrégats de monnaie et de placement

L'encours des titres d'OPCVM court terme a augmenté de 0,6 % en juillet après une baisse de 1,6 % le mois précédent. Sur un an, le recul s'est atténué : - 11,7 % à fin juillet, après - 13,2 % à fin juin.



L'encours des certificats de dépôt en francs et des bons à moyen terme négociables émis par les banques et acquis par les agents non financiers a progressé en juillet en atteignant 318,1 milliards de francs, après 313,8 milliards en juin (pour mémoire, l'encours global de ces titres a légèrement augmenté en juillet, en passant de 1 196,6 milliards de francs à 1 201,5 milliards d'une fin de mois à l'autre).



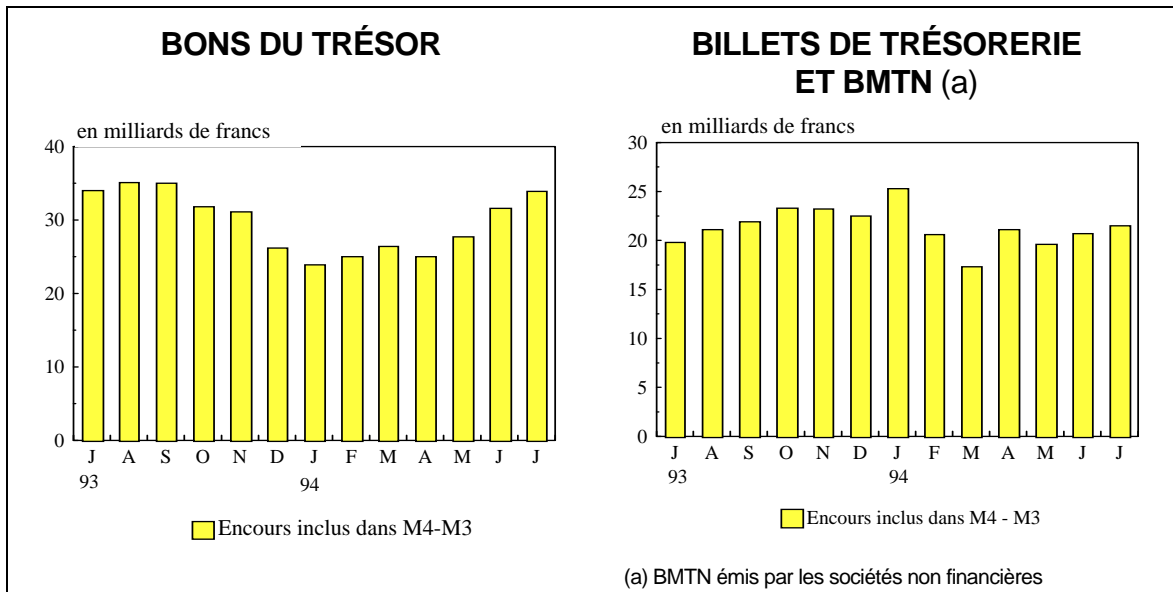
### **M4 – M3**

L'encours des bons du Trésor détenus par les agents non financiers a atteint 33,9 milliards de francs à fin juillet (sur un encours global de 860,4 milliards), après 31,6 milliards à fin juin (sur 851,3 milliards).

Le volume des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par les agents non financiers a représenté 21,5 milliards de francs, après 20,8 milliards à la fin du mois précédent.



L'encours global des TCN émis par les sociétés a légèrement diminué en revenant de 181,9 milliards de francs en juin à 177,7 milliards en juillet.

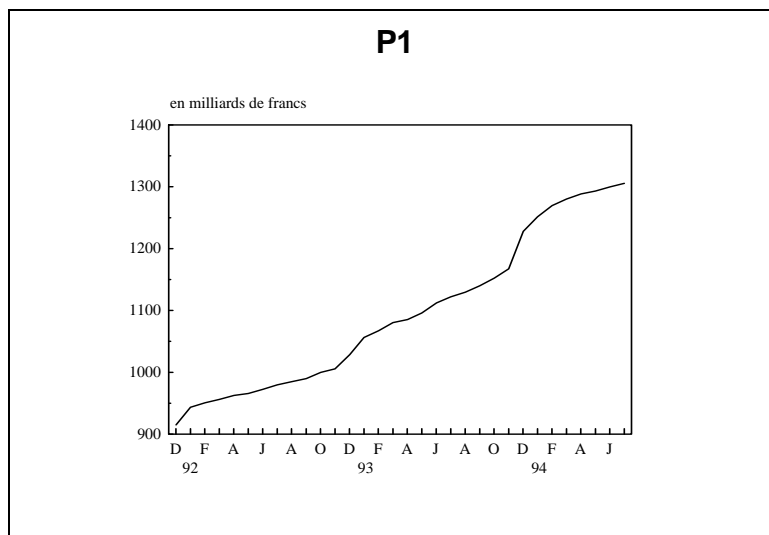


**P1**

La croissance, en glissement annuel, de l'agrégat P1, a décéléré très légèrement en juillet (+ 17,1 %, après + 17,9 % à fin juin).

La croissance des plans d'épargne-logement a atteint 0,9 % en juillet et est restée ferme sur un an (+ 19,4 % à fin juillet, après + 19,6 % à fin juin).

La progression de l'encours des plans d'épargne populaire décélère graduellement depuis le début de l'année (+ 33,9 % à fin décembre, + 22,9 % à fin juin, + 20,4 % à fin juillet), tout en restant très soutenue.



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

### 6.2.1. Évolution des crédits

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

#### Vue d'ensemble

À fin mai 1994, la variation annuelle de l'encours des crédits accordés par l'ensemble des établissements de crédit apparaît, comme les mois précédents, en légère diminution (-1,5 %, après -1,6 % à fin avril). L'évolution de ces concours par agent bénéficiaire reste proche de celle observée à fin avril. Les crédits aux sociétés et aux ménages se sont contractés en un an respectivement de 3,3 % et 0,8 % (après -3,4 % et -0,8 % à fin avril). En revanche les crédits aux autres agents ont augmenté de 3,4 % à fin mai (après 3,3 % à fin avril).

Pour leur part, les concours accordés par les banques enregistrent à fin mai une diminution de 3,5 %, en glissement sur 12 mois, moins défavorable toutefois que celle observée fin avril (-3,7 %). Les crédits aux sociétés reculent de 5,7 % (après -6 % à fin avril et à fin mars), les concours aux ménages de 0,6 % (après -0,8 % à fin avril et -0,7 % à fin mars). À l'inverse de ces évolutions, le rythme de contraction des concours aux autres agents continue à s'accélérer (-7,1 % à fin mai, après -6,0 % à fin avril et -0,8 % à fin mars).

#### VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS

(en pourcentage)

	1992	1993		1994	
	Décembre	Septembre	Décembre	Mars	Mai
<b>BANQUES</b>					
- Total des crédits.....	3,1	-2,8	-3,7	-3,3	-3,5
- Sociétés.....	3,4	-5,0	-7,4	-6,0	-5,7
- Ménages.....	0,7	-0,5	-0,3	-0,7	-0,6
- Autres agents.....	21,9	-2,8	1,6	-0,8	-7,1
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
- Total des crédits.....	3,0	-1,2	-0,8	-1,2	-1,5 (a)
- Sociétés.....	3,0	-3,7	-6,0	-3,0	-3,3 (a)
- Ménages.....	0,5	1,0	0,7	-0,4	-0,8 (a)
- Autres agents.....	11,4	2,6	15,5	3,7	3,4 (a)

(a) Données estimées

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

Mise à jour le 26 août 1994

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

En mai 1994, les crédits des banques à l'économie se sont légèrement accrus (0,1 %, après -0,4 % en avril et +0,3 % en mars). Cette évolution résulte d'une diminution des concours aux sociétés à un rythme inférieur à celui du mois précédent (-0,2 % en mai, après -0,3 % en avril et +0,4 % en mars) et

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

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Le crédit et l'endettement intérieur total

d'une augmentation des crédits accordés aux ménages (0,4 %, après - 0,4 % en avril et - 0,1 % en mars) et des concours aux autres agents (2,2 %, après - 2,0 % en avril et + 0,1 % en mars).

<b>ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
	Données cvs			Données brutes	
	Variations mensuelles			Variations sur 12 mois	
	1994			1994	
	Mars	Avril	Mai	Avril	Mai
<b>TOTAL</b> .....	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,5</b>
<b>SOCIÉTÉS</b> .....	0,4	-0,3	-0,2	-6,0	-5,7
– Investissement des sociétés .....	-1,0	0,4	-0,1	-2,1	-2,2
– Trésorerie des sociétés .....	1,6	-0,7	0,0	-9,0	-8,7
– Autres crédits .....	0,3	-0,2	-0,8	-5,0	-4,5
<b>MÉNAGES</b> .....	-0,1	-0,4	0,4	-1,0	-0,6
– Habitat ménages .....	0,3	0,0	0,0	1,2	1,2
– Trésorerie des particuliers .....	0,0	-0,6	1,7	-1,3	-0,3
– Autres crédits .....	-0,7	-1,0	0,4	-5,7	-5,2
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS</b> .....	0,1	-2,0	2,2	-6,0	-7,1

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

Mise à jour le 26 août 1994

En mai 1994, la baisse des crédits aux sociétés est imputable au recul des « autres crédits » (- 0,8 %, après - 0,2 % en avril et + 0,3 % en mars) et, dans une moindre mesure, au léger repli des crédits à l'investissement (- 0,1 %, après + 0,4 % en avril et - 1,0 % en mars). Les crédits de trésorerie sont quant à eux restés stables, après la diminution enregistrée en avril (- 0,7 %, après + 1,6 % en mars).

Sur un an, le rythme de contraction des crédits aux sociétés est légèrement inférieur à celui des deux mois précédents (- 5,7 %, après - 6,0 % à fin avril et à fin mars 1994). Les crédits à l'investissement diminuent de 2,2 % à fin mai (après - 2,1 % à fin avril et fin mars). Le recul des crédits de trésorerie et des autres crédits est inférieur à celui du mois précédent (respectivement - 8,7 % et - 4,5 % à fin mai, après - 9,0 % et - 5,0 % à fin avril).

Cette baisse des crédits de trésorerie et des crédits d'investissement est liée, d'une part, à la situation financière assez large des entreprises qui leur permet de poursuivre leur mouvement de désendettement, et, d'autre part, au fait que leurs projets d'investissements ne se concrétisent, pour l'instant, que de façon limitée.

Au cours du mois de mai, les crédits aux ménages augmentent de 0,4 % (après - 0,4 % en avril et - 0,1 % en mars). Cette évolution recouvre une stabilité des crédits à l'habitat pour le deuxième mois consécutif, une hausse des crédits de trésorerie aux particuliers de 1,7 % (après - 0,6 % en avril et 0 % en mars) et une augmentation des autres crédits de 0,4 % (après - 1,0 % en avril et - 0,7 % en mars).

Sur un an, le recul des crédits aux ménages se poursuit à un rythme inférieur à celui des deux mois précédents (- 0,6 % à fin mai, après - 1,0 % à fin avril et - 0,7 % à fin mars). Les crédits à l'habitat enregistrent une progression identique à celle du mois d'avril (1,2 %, après 1,4 % à fin mars) et demeurent la composante dynamique des concours bancaires aux ménages. Les crédits de trésorerie aux particuliers continuent à diminuer, mais de façon moins marquée qu'à l'issue des deux mois précédents (- 0,3 % à fin mai, après - 1,3 % à fin avril et - 1,1 % à fin mars).

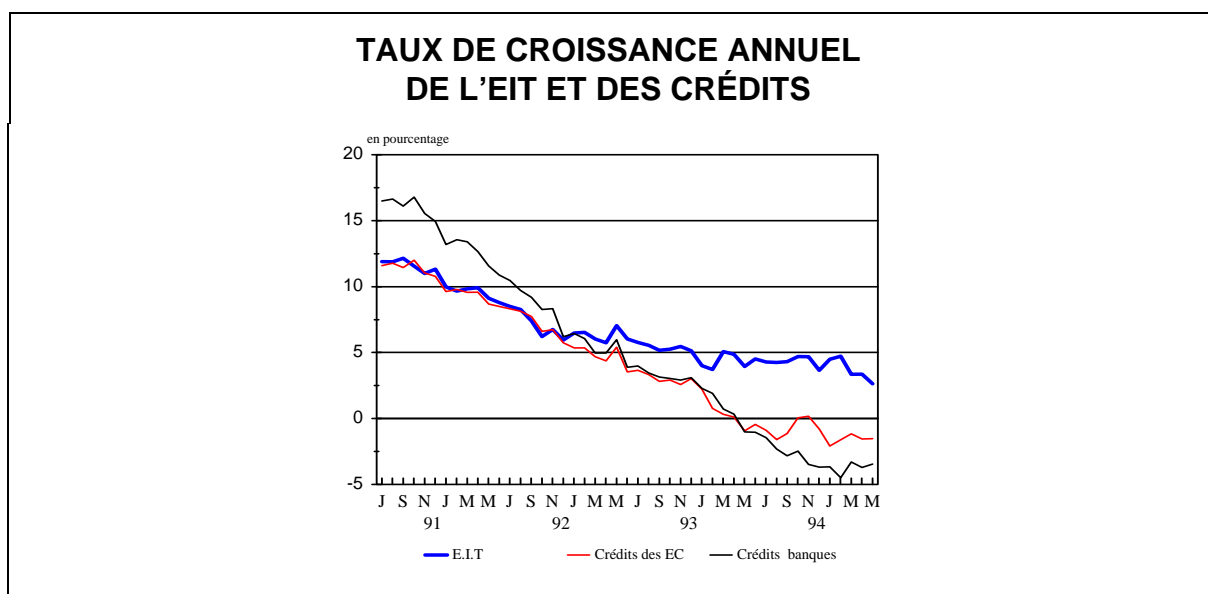
Sur un mois, les crédits aux « autres agents » ont augmenté de 2,2 %, après une baisse de 2,0 % en avril. En glissement sur douze mois, leur recul continue à s'accroître pour atteindre - 7,1 % (après - 6,0 % à fin avril et - 0,8 % à fin mars).

## 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin mai 1994)

Le rythme de progression de l'endettement intérieur total a enregistré une certaine décélération et ressort à 2,6 % en glissement annuel à fin mai, après 3,4 % à fin avril. La croissance de l'endettement de l'État s'est en effet ralentie (13,8 % à fin mai en rythme annuel, après 16,9 % à la fin du mois précédent et 20,2 % en 1993), l'évolution de l'encours des financements octroyés aux ménages et aux sociétés restant, pour sa part, du même ordre que les mois précédents (soit, sur un an, - 0,8 % pour les ménages et - 2,7 % pour les sociétés).

Les crédits consentis aux ménages et aux sociétés se sont contractés, respectivement, de - 0,8 % et de - 3,3 % sur un an à fin mai. En revanche, les crédits aux autres agents ont progressé de 3,4 % à fin mai (après 3,3 % à fin avril).



La progression des financements levés sur les marchés internes est demeurée soutenue (13,5 % en glissement annuel à fin mai, après 14,4 % à fin avril). La faible progression de l'encours des titres émis sur le marché monétaire (0,7 % en un an à fin mai, après une quasi-stabilité à fin avril) recouvre une légère accélération de la croissance de l'encours des bons du Trésor (2,6 % en un an, après 1,4 % à fin avril) et une accentuation du repli de l'encours des billets de trésorerie (- 7,7 %, après - 5,5 % à fin avril).

Les tendances observées les mois précédents sur le marché obligataire ont encore prévalu et la croissance du montant des obligations émises par les agents non financiers est demeurée très vive (21,6 %, après 23,3 % à fin avril en glissement annuel). L'encours des titres d'État s'est accru de 27,3 % en rythme annuel à fin mai (29,4 % à fin avril) et celui des obligations émises par les sociétés de 3,1 % (3,8 % à fin avril).

Le rythme de croissance des crédits et obligations internationaux s'est peu modifié d'un mois à l'autre et s'est établi à 0,7 % à fin mai, après 0,9 % à fin avril.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Le crédit et l'endettement intérieur total

<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT</b>					
<i>(variations sur 12 mois, en pourcentage)</i>					
	DONNÉES BRUTES				
	1992	1993	1994		
	Décembre	Décembre	Mars	Avril	Mai
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL .....</b>	<b>5,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>
– Sociétés (a) .....	4,3	-4,9	-2,5	-2,6	-2,7
– Ménages .....	0,5	0,7	-0,4	-0,8	-0,8
– État .....	13,8	20,2	16,1	16,9	13,8
– Autres (b) .....	4,3	14,4	5,9	5,7	5,8
<b>CRÉDITS (c) .....</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>
– Sociétés .....	3,0	-6,0	-3,0	-3,4	-3,3
– Ménages .....	0,5	0,7	-0,4	-0,8	-0,8
– État .....	-26,8	17,1	0,6	11,2	-3,8
– Autres (b) .....	5,3	15,5	3,8	3,3	3,4
<b>FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d) ...</b>	<b>15,7</b>	<b>14,7</b>	<b>15,0</b>	<b>14,4</b>	<b>13,5</b>
<i>Sur le marché monétaire .....</i>	<i>25,1</i>	<i>4,1</i>	<i>1,6</i>	<i>0,1</i>	<i>0,7</i>
– Sociétés .....	13,2	-11,0	-9,4	-5,5	-7,7
– État .....	28,3	7,7	4,4	1,4	2,6
<i>Sur le marché obligataire .....</i>	<i>10,8</i>	<i>20,9</i>	<i>23,3</i>	<i>23,3</i>	<i>21,6</i>
– Sociétés .....	4,3	3,0	3,8	3,8	3,1
– État .....	14,5	28,7	29,6	29,4	27,3
– Autres (b) .....	-13,2	-11,3	54,5	61,6	63,8
<b>CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX .....</b>	<b>14,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>

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

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

Mise à jour le 1<sup>er</sup> septembre 1994

Actualité

# COMMUNICATIONS

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

### ***Cahier des titres de créances négociables – juillet 1994***

Direction des Marchés de capitaux  
(Tél. : +33 (1) 42 92 26 45 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

### ***Rapport annuel de la Balance des paiements et la position extérieure de la France et ses annexes – Exercice 1993***

Ministère de l'Économie – Direction de la Balance des paiements  
(Tél. : +33 (1) 42 92 51 98 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 80)  
Prix du numéro (Rapport et annexes) : FRF 200 TTC

### ***Cahiers régionaux Aquitaine – juillet 1994***

Note financière annuelle – Année 1993  
Banque de France Bordeaux  
Secrétariat régional Aquitaine  
(Tél. : +33 56 00 14 62 – Télécopie : +33 56 00 14 29)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Cahiers régionaux Auvergne – mars 1994***

Note financière annuelle – Année 1993  
Répertoire des établissements de crédit au 31 décembre 1993  
Banque de France Clermont-Ferrand  
Secrétariat régional Auvergne  
(Tél. : +33 73 40 69 40 – Télécopie : +33 73 91 55 30)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – mars 1994 n° 34***

Note financière annuelle – Année 1993  
Banque de France Châlons-sur-Marne  
Secrétariat régional Champagne-Ardenne  
(Tél. : +33 26 66 71 00 – Télécopie : +33 26 66 71 09)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Haute-Normandie – août 1994***

Note financière annuelle – Année 1993  
Banque de France Rouen  
Secrétariat régional Haute-Normandie  
(Tél. : +33 35 52 78 78 – Télécopie : +33 35 52 78 99)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Limousin – septembre 1994 n° 34***

Note financière annuelle – Année 1993  
Banque de France Limoges  
Secrétariat régional Limousin  
(Tél. : +33 55 11 53 23 – Télécopie : +33 55 11 53 14)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – juin 1994 n° 3***

Note financière annuelle – Année 1993  
Banque de France Lille  
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais  
(Tél. : +33 20 40 47 47 – Télécopie : +33 20 40 47 99)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**2. Contributions à des publications extérieures*****La reprise est saine et sera durable***

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(Les Échos – 9-10 septembre 1994)

***Le franc se porte plutôt bien***

Entretien avec Michel Sapin, membre du Conseil de la politique monétaire  
(Challenges – septembre 1994 – n° 84)

***Les colères d'un gardien du franc***

Entretien avec Michel Sapin, membre du Conseil de la politique monétaire  
(La Croix – 3 septembre 1994)

***Financements et placements en 1993***

par Xavier Denis, adjoint de direction à la direction générale des Études  
(INSEE Première – août 1994 – n° 340)



***Le risque informatique dans le secteur bancaire***

par Pierre Thoraval, directeur-adjoint au Secrétariat général de la Commission bancaire  
(Systèmes et Sécurité – Volume 2 – n° 6 – 2<sup>e</sup> trimestre 1994)

***Le crédit interentreprises reste une charge pour les PME  
malgré la diminution des délais de paiement***

par Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade, agents d'études  
à la direction générale du Crédit  
(Économie et Statistique – n° 271-272 – 1994)

É T U D E S

# SITUATION DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE À LA RENTRÉE

La reprise économique, dont la Banque de France a pu, dès novembre 1993 déceler les prémices au vu des résultats de ses enquêtes de conjoncture, est aujourd'hui indiscutable.

Les comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre en apportent une confirmation récente. Le PIB, qui avait progressé de 0,7 % au premier trimestre, s'est accru de 1 % au deuxième, soit un taux annuel de 3,4 % au premier semestre.

Il ressort, par ailleurs, des multiples contacts que la Banque entretient avec les chefs d'entreprise que le rythme d'expansion de la production industrielle devrait demeurer soutenu au cours de la seconde partie de l'année : les informations recueillies à la rentrée auprès de nombreux informateurs font état d'une progression de l'activité depuis le mois de juin ; en outre, les enquêtes menées durant l'été mettent en évidence une situation financière et une compétitivité des entreprises favorables à la poursuite d'une croissance non inflationniste et à l'amélioration progressive de la situation sur le marché du travail.

---

SYLVIE CARAT  
*Direction de la Conjoncture*

## 1. La reprise de l'activité au premier semestre 1994, confirmée récemment par la publication des comptes nationaux du deuxième trimestre, semble se poursuivre

La Banque de France ne procède pas, en septembre, à une enquête de conjoncture d'ampleur comparable à celles effectuées au cours du reste de l'année. Elle dispose, toutefois, de nombreuses informations sur la situation des entreprises à l'issue des congés d'été, obtenues grâce à son réseau de succursales. Il apparaît que la croissance se poursuit : les progrès les plus marqués ont été observés dans les biens intermédiaires, les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation ; dans l'automobile, la progression de l'activité tend à se modérer.

L'industrie française bénéficie, actuellement, d'une nette reprise de la demande, alors même que sa bonne situation de compétitivité se confirme. Sur le marché intérieur, les commandes interindustrielles demeurent soutenues. À l'exportation, de nets progrès sont enregistrés sur les marchés américains et asiatiques, ainsi qu'en Europe où la conjoncture se redresse, particulièrement en Allemagne.

## 2. Les conditions d'une croissance saine, donc durable, sont réunies

L'amélioration de la *situation financière* des entreprises se poursuit.

L'enquête financière effectuée par la Banque en juillet indique un niveau des trésoreries jugé satisfaisant dans toutes les branches, et même considéré comme élevé dans certains secteurs, comme les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation.

Les résultats bruts d'exploitation se sont redressés dans l'ensemble, permettant une reconstitution des marges alors même que les relèvements de prix étaient limités en raison de l'intensité de la concurrence.

Ainsi les entreprises, dont le taux d'autofinancement demeure élevé, ne connaissent, dans l'ensemble, guère de contrainte financière à la décision d'investir.

De fait, au cours des derniers mois et pour la première fois depuis deux ans, les dépenses d'*investissement* ont augmenté, fortement dans la construction automobile, plus modérément dans les biens d'équipement professionnels, les biens de consommation et les industries agro-alimentaires. Certes, il s'agit encore, pour l'essentiel, d'investissements de productivité mais les chefs d'entreprise confirment, à la rentrée, une inflexion de leur comportement, perceptible dès l'enquête de conjoncture de juin. Un nombre croissant d'industriels signalent la mise en place de plans d'extension des capacités et se disent prêts à investir.

Dans le même temps, la compétitivité de l'industrie française demeure favorable. La *hausse des prix* en France (1,7 % en glissement annuel à fin août) est maîtrisée, conformément aux orientations du Conseil de la politique monétaire et l'évolution des coûts salariaux unitaires est en ligne avec celle de l'inflation. Cette situation devrait se maintenir. Même l'incidence défavorable sur les prix de vente de la hausse des produits de base demeure faible compte tenu, d'une part, de la diminution du taux d'utilisation des matières premières par unité produite, d'autre part, de la difficulté, dont font état les chefs d'entreprise, à relever les prix des produits finis en raison de l'intensité de la concurrence. Seuls quelques secteurs des biens intermédiaires ont jusqu'ici procédé à des relèvements de leurs tarifs.

Ainsi la *croissance* économique, qui s'expliquait essentiellement en début d'année par le ralentissement du déstockage appuyé, dès le deuxième trimestre, par la reprise de la consommation,

devrait être durablement soutenue par le développement des exportations et le redémarrage de l'investissement.

Les enquêtes menées, à cet égard, par la Banque, comme celles de l'INSEE, reflètent une modification très sensible de la perception de l'environnement économique de la part des chefs d'entreprise qui semblent de plus en plus considérer comme durable le redressement de l'activité. Leur comportement en matière d'emploi est d'ailleurs significatif.

Depuis plusieurs mois, nos informateurs signalent que les *effectifs* dans l'industrie cessent progressivement de décroître. Les entreprises ont accru très fortement au cours des derniers mois leur recours au travail intérimaire et font ressortir, depuis le début de l'été, une nette amélioration tant en ce qui concerne l'adaptation des effectifs à la conjoncture actuelle que les perspectives d'emploi : le sureffectif ne concernerait plus désormais que le quart des entreprises, contre près de la moitié six mois auparavant, soit le niveau le plus faible observé depuis trois ans.

Enfin, la proportion d'entreprises exprimant des intentions d'embauche dépasse très sensiblement, pour la première fois depuis trois ans, la proportion de celles qui souhaitent résorber rapidement leurs effectifs excédentaires.

# INVESTISSEMENT DIRECT ET EXPORTATIONS : EXISTE-T-IL UN LIEN ? <sup>1</sup>

La mise en cause récente de la stratégie de « délocalisation » (au sens d'un transfert de capacité de production vers un pays à très bas salaires) suivie par certaines entreprises françaises a relancé le débat sur l'éventuelle substitution entre investissement direct et exportations, notamment à propos de ses conséquences sur l'emploi. Il faut d'abord rappeler que plus de 95 % des investissements français s'effectuent dans l'OCDE et ne participent pas au sens strict

aux mouvements dits de délocalisation. Ces investissements sont en revanche susceptibles de soutenir ou au contraire de remplacer nos exportations. Qu'en est-il exactement ? Une première analyse consiste à rapprocher nos investissements à l'étranger et nos exportations de biens et services, afin de dégager une réponse non en termes de contenu en emplois mais plutôt quant à la compétitivité de notre économie.

JÉRÔME HENRY

*Direction des Études économiques et de la Recherche  
Service d'Études macro-économiques sur la France*

<sup>1</sup> Ce document est une version abrégée et remaniée d'une communication présentée au colloque du GDR-CNRS n° 877 « Économie et Finances Internationales Quantitatives » tenu à Sophia-Antipolis en juin 1994, sur le thème « La négociation commerciale et financière internationale ». Le présent travail doit beaucoup à C. Griffoul de la Balance des paiements, qui a rassemblé les données d'investissement direct, ainsi qu'à M. Fillon, alors au Service d'Études macro-économiques sur la France (SEMEF) qui a constitué la base de données internationales. L'auteur remercie aussi J.-P. Villetelle, H. Pagès et J. Cordier pour leurs commentaires sur les précédentes versions de cet article.

En recourant à l'outil économétrique qu'est Méfisto [1993], le modèle macrofinancier développé à la Banque de France, il est possible de procéder à l'analyse des liens entre exportations de biens et investissement étranger direct — notés par la suite IED — dans le cas français. Une fois écartés des événements exceptionnels comme les accords entre Renault et Volvo, puis leur annulation, qui, par définition, ne relèvent pas de l'analyse macroéconomique, on peut conclure qu'il existe un certain degré de complémentarité entre nos exportations et notre stock d'investissement direct à l'étranger<sup>1</sup>, du moins pour une grande partie des échanges avec les pays développés. Selon la zone de l'OCDE considérée (Amérique du Nord, Communauté européenne (CE) ou reste de l'OCDE — principalement la Suisse)<sup>2</sup>, les résultats sont contrastés (voir encadré). On constate en tout cas un parallélisme entre les évolutions tendanciennes des stocks d'IED français aux États-Unis et dans la CE et de la propension française à exporter — le ratio exportations de biens et services sur PIB. Cela suggère d'approfondir la nature de cette relation, particulièrement dans le cas de la CE, d'assez loin la première zone d'accueil des IED français depuis le milieu des années quatre-vingt (voir Henry [1993b]).

### Équations d'investissement direct pour trois zones de l'OCDE

Les données d'IED, actualisées jusqu'en fin 1992, proviennent de la base du modèle financier Méfisto [1993] et sont calculées à partir des flux réels observés en balance de paiements trimestrielle (source Banque de France, données disponibles au SEMEF). Leur déflateur, qui est le prix de FBCF français, et les exportations totales françaises en volume proviennent des comptes trimestriels de l'INSEE. Les PIB (ou productions industrielles) et salaires horaires utilisés dans la construction des données de zone proviennent des indicateurs trimestriels de l'OCDE (annuels interpolés en cas de données trimestrielles manquantes). Les taux de change par pays ayant servi à la construction des indices nominaux effectifs par zone proviennent des données en moyenne du FMI. Toutes les données de zone sont construites en pondérant l'indice de chaque pays par son poids moyen entre le dernier trimestre de 1979 et le dernier trimestre de 1989 en tant que pays d'accueil des IED français exprimés en termes réels. Leur mise à jour date de janvier 1993.

Pour chacune des trois zones de l'OCDE nous avons expliqué le stock d'IED, noté  $KD$ , par la propension à exporter  $x$ , le taux de change réel  $e_i W_i/W$  et des variables temporelles linéaires  $temps$  et  $temps_{87}$  (cette dernière valant 0 avant le dernier trimestre 1986 et croissant comme une tendance linéaire ensuite). Cette rupture tendancielle correspond à la prise en compte du fort développement des flux d'IED intra-CE qui a succédé à la signature de l'Acte unique prévoyant la mise en œuvre de l'Union économique. Les équations suivantes retracent les comportements de long terme ou tendanciels. Ils sont repérés par des \*, l'estimation couvrant la période du deuxième trimestre de 1980 au dernier trimestre de 1991 :

$$\ln KD_{CE}^* = 4,5 \text{ temps}_{87} + 1,3 x - 0,6 \text{ temps (avec constante et indicatrice } I_{86,4})$$

$$R^2 = 98 \%, \text{ CRDW} = 0,40, \sigma_{\hat{u}} = 3,2 \%$$

$$\ln KD_{AN}^* = 4,0 x - 0,2 \ln (e_{AN} W_{AN}/W) + 0,6 \text{ temps (avec constante)}$$

$$R^2 = 93 \%, \text{ CRDW} = 0,38, \sigma_{\hat{u}} = 5,0 \%$$

$$\ln KD_{RO}^* = -0,7 \ln (e_{RO} W_{RO}/W) + 1,5 \text{ temps (avec constante)}$$

$$R^2 = 86 \%, \text{ CRDW} = 0,18, \sigma_{\hat{u}} = 8,7 \%$$

pour chacun figurent le  $R^2$ , la statistique de Durbin-Watson CRDW et l'écart-type  $\sigma_{\hat{u}}$ .

<sup>1</sup> La complémentarité en question concerne les flux d'exportations et les stocks d'IED exprimés en termes réels. Ce dernier indicateur est homogène à une production délocalisée alors que les flux réels d'IED seraient au contraire homogènes à une variation de cette production. Il nous a paru dès lors légitime de privilégier la recherche de relations entre exportations et cumul des flux, sous l'hypothèse qu'une demande étrangère peut être servie de deux manières : exportations et production délocalisée. Signalons de surcroît que la très forte instabilité des séries de flux d'IED (même agrégés par zone) ne permet pas de mettre en évidence des relations convaincantes. Intuitivement, seule la répétition des investissements permet de modifier durablement les comportements des consommateurs étrangers ou de nos entreprises, ce qui conduit à un effet du stock plutôt que des flux.

<sup>2</sup> Une telle approche de décomposition en zones a été notamment mise en œuvre par Gubian et Muet [1989] dans le cas du commerce extérieur de la France et des équations d'exportations.

Les équations de long terme estimées sans aucune dynamique montrent une instabilité des coefficients de propension à exporter ainsi qu'une certaine modification des tendances depuis la fin des années

quatre-vingt. L'erreur commise sur la zone « reste de l'OCDE » ne fait que refléter l'accord Renault-Volvo — qui donna lieu à des échanges croisés de l'ordre d'une dizaine de milliards de francs — dont les conséquences sur les stocks entrants comme sortants pour cette zone sont de l'ordre de 50 % à 100 % du stock, modification évidemment totalement inexplicable économétriquement. C'est commettre une erreur de spécification que d'omettre toute variable indicatrice de cet échange ponctuel de participations. Il en est de même pour ce qui concerne l'annulation récente de ce même accord. Le test de stationnarité du résidu de type Durbin et Watson CRDW montre d'ailleurs une forte dégradation des résultats uniquement pour cette zone.

On retrouve des résultats plutôt satisfaisants pour la dynamique des IED — estimée dans une deuxième étape selon la méthode d'Engle et Granger [1987] — vers les zones communautaires, avec toutefois une force de rappel vers l'équilibre de long terme moins forte qu'avant 1990 (voir Henry [1993a]). Le modèle américain reste toujours aussi limité quant à son explication de la variabilité infra-annuelle des flux, notamment parce qu'ils sont soumis à des variations de cours boursiers ici non prises en compte. Enfin le modèle de long terme n'est pas pertinent du tout pour la zone « reste de l'OCDE », comme l'on s'y attendait. Les résultats détaillés sont les suivants :

$$\Delta \ln KD_{CE} = -0,21 \ln (KD_{CE}/KD_{CE}^*) - 1 + 4 \Delta temps_{87} + 1,3 \Delta 1_{86.4}$$

$$R^2 = 77 \%, DW = 2,1, \sigma_{\hat{u}} = 1,6 \%, t_{ECM} = 4,5$$

$$\Delta \ln KD_{AN} = -0,14 \ln (KD_{AN}/KD_{AN}^*) - 1$$

$$R^2 = 11 \%, DW = 1,7, \sigma_{\hat{u}} = 2,1 \%, t_{ECM} = 2,2$$

$$\Delta \ln KD_{RO} = -0,05 \ln (KD_{RO}/KD_{RO}^*) - 1$$

$$R^2 = 3 \%, DW = 1,6, \sigma_{\hat{u}} = 3,3 \%, t_{ECM} = 0,9$$

pour chacune figurent le  $R^2$ , la statistique de Durbin-Watson DW, l'écart-type  $\sigma_{\hat{u}}$  et la statistique de Student du coefficient de l'écart au long terme retardé qui est notée  $t_{ECM}$ . Les variables \* découlent des trois équations précédentes (estimation dite en deux étapes). Les résultats d'estimation conjointe du long terme et de la dynamique fournissent à peu près les mêmes résultats (estimation dite en une étape).

Deux analyses concurrentes permettent d'expliquer la complémentarité apparente entre exportations et production délocalisée (mesurée par le stock d'IED). Une première lecture consiste à l'interpréter comme la réponse conjointe à un déterminant commun qui serait la demande mondiale. Cette dernière s'adresse en effet aux produits français sous toutes leurs formes, qu'ils soient produits en France même ou dans des filiales étrangères de firmes françaises. Ces produits sont alors repérés par les consommateurs mondiaux, comme dans le modèle de Krugman [1979], par la nationalité du pays producteur et par celle du pays contrôlant les filiales de production. Dans ce cas, la complémentarité peut n'être qu'apparente : en l'absence de croissance de la demande globale adressée aux produits d'origine ou sous contrôle français, il peut se produire une substitution intra-branche. Les biens étant les mêmes, toute croissance de la production délocalisée s'effectue aux dépens des exportations. À terme, avec une dynamique de type cycle de produit à la Vernon [1966], la production délocalisée peut même se substituer intégralement aux exportations.

Il peut s'agir au contraire d'un soutien intra ou inter-branche aux exportations découlant des IED. Selon les configurations récemment évoquées par Blomström et Kokko [1994], les IED peuvent en effet être alternativement effectués dans des filiales de production recourant à des consommations intermédiaires d'origine française (soutien intra-branche au sein du manufacturier ou inter-branche des



exportations de services par les IED manufacturiers) ou dans des réseaux de distribution de produits fabriqués en France (soutien inter-branche du manufacturier par les IED dans les services).

## 1. Le bilan des interactions dynamiques entre propension à exporter et stock d'investissement français à l'étranger

Afin de préciser la nature des liens dynamiques entre IED et propension à exporter, nous avons procédé à des tests économétriques simples, dits de causalité (les différents concepts de causalité et d'exogénéité sont présentés dans Granger [1969], Engle, Hendry et Richard [1983] et Granger [1988], voir Henry et Weidmann [1994] pour une synthèse). Les tests de causalité en question portent par définition sur l'apport explicatif du passé d'une variable au comportement présent d'une seconde variable. En d'autres termes, cela revient à se demander si les exportations passées expliquent les stocks d'IED ou si le phénomène inverse est plus probable. Cette analyse aboutit à retenir une alternative à Henry [1993a], en considérant les exportations comme expliquées par les IED plutôt que l'inverse.

Les tests de causalité menés (voir leurs résultats détaillés en annexe) concernent d'abord les relations entre la variation de la propension française à exporter et la croissance (en variation de logarithme) des stocks vers les trois zones. La même démarche est ensuite suivie pour les variables en niveaux. En troisième lieu le test est effectué avec les variations des variables en utilisant comme variable explicative complémentaire le résidu des relations de long terme (issu de la spécification validée sur la période du deuxième trimestre de 1980 au quatrième trimestre de 1989 et réestimée jusqu'en fin 1991, voir encadré)<sup>1</sup>. Les résultats des estimations effectuées seront présentés en dégageant l'impact spécifique ou non de cette prise en compte d'une relation de long terme.

### 1.1. Il existe une interaction forte entre nos exportations et les stocks d'investissement français à l'étranger

Considérons tout d'abord une relation générale entre le logarithme des stocks en IED et la propension à exporter de l'économie française. Pour la zone américaine comme pour la CE, on constate que l'écart à la relation de long terme aide à mieux prévoir la propension à exporter mais n'apporte pas d'information spécifique quant à l'évolution future du stock d'IED. Il existe aussi pour ces deux zones une corrélation instantanée entre stock d'IED et propension à exporter. Cette dernière est aussi observable dans les modèles en variation (même s'ils souffrent d'une mauvaise spécification). Seule une partie de la dynamique des IED est donc véritablement exogène, puisqu'à court terme ils ne le sont pas et que d'autre part au trimestre le trimestre ils possèdent une composante qui réagit simultanément avec les exportations de biens et services<sup>2</sup>.

En revanche, les écarts à la relation de long terme n'affectent aucune des variables pour le « reste de l'OCDE ». Pour cette zone, on doit par conséquent analyser les causalités dans le modèle en différence première, selon lequel apparaissent alors une corrélation instantanée entre propension à exporter et stock d'IED (toutefois fragile car dépendante de l'introduction ou non d'une indicatrice de rupture fin 1986) et un impact des retards des IED sur la propension à exporter.

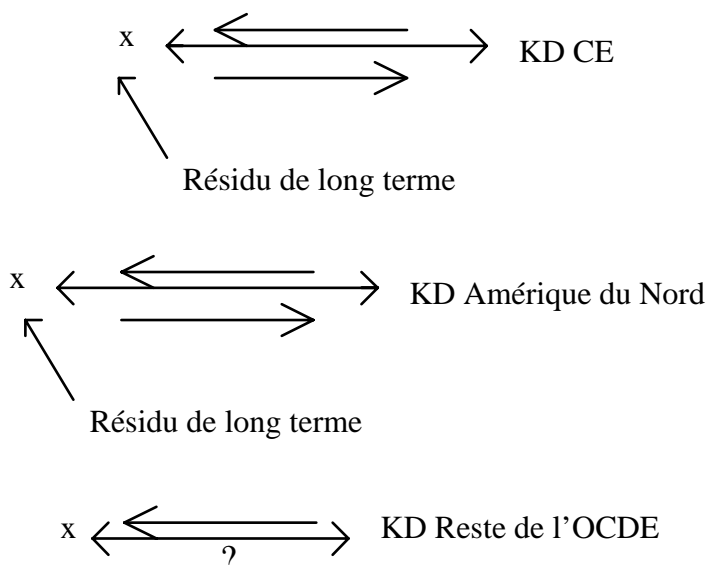
<sup>1</sup> Techniquement, les trois cas de figure correspondent respectivement aux cas de processus temporels sous-jacents VAR en différence, VAR en niveau et VAR cointégré, soit un système stationnaire en différence, en niveau ou tel qu'il possède des composantes des deux types (voir Granger [1988]). Rappelons que si une relation de long terme existe entre deux variables (comme pour la propension à exporter et les IED vers la CE et la zone américaine), alors nécessairement une causalité dynamique doit exister. Reste donc à l'identifier dans le cas précis qui nous intéresse.

Pour les trois modèles on a aussi introduit une rupture tendancielle à la fin de 1986 (coïncidant avec la stabilisation des changes au sein du SME et la signature de l'Acte unique européen) afin de tester la robustesse des résultats de causalité à l'introduction de cette variable, éventuellement nécessaire pour l'estimation de relations pour les deux zones non américaines. Dans ces deux cas, l'analyse univariée des stocks tendanciels révèle en effet l'existence d'une telle rupture.

<sup>2</sup> Les estimateurs de la relation de long terme ne sont que peu affectés par cette propriété (du fait de l'hyper-convergence, cf. Stock [1987]).

L'écriture d'un modèle dit structurel — tenant compte des corrélations instantanées entre les exportations et les IED — conduirait dans le cas des trois zones à ne pas trancher en faveur d'une configuration privilégiant l'un ou l'autre des modes de service des marchés étrangers<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> On pourrait recourir à des tests dits de neutralité, comme ceux présentés par Bruneau et Nicolai [1992].

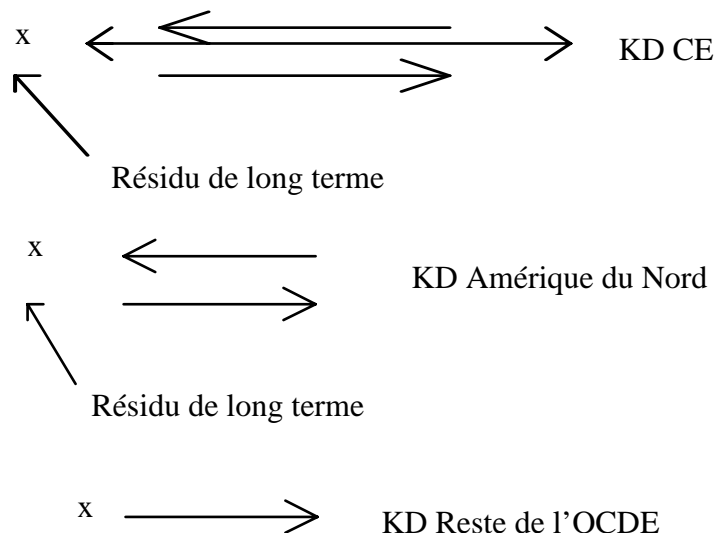
Bilan des relations de causalité pour les trois zones, cas général <sup>1</sup>

### 1.2. L'hypothèse d'une relation proportionnelle entre exportations et investissement à l'étranger ne modifie pas les résultats

L'étude des relations dynamiques en utilisant les niveaux de stocks d'IED en francs constants (et non leur logarithme, ce qui revient à imposer la proportionnalité entre exportations et IED, un point de stock en plus correspondant à un point d'exportations en sus) confirme que l'écart à la relation de long terme n'affecte que la propension à exporter et pas le stock en IED, pour la zone américaine comme pour la CE. La spécification correcte — soit avec l'écart à la relation de long terme — fait apparaître une corrélation instantanée entre IED et propension à exporter pour la CE qui était déjà observable dans le modèle en différence pour le cas américain.

La zone « reste de l'OCDE » se distingue à nouveau des deux autres puisqu'elle est, d'une part, la seule pour laquelle il est inutile de considérer une relation de long terme. D'autre part, il n'y a que cette zone pour laquelle les causalités de court terme entre les deux types d'échanges ne sont pas croisées mais univoques, des exportations de biens vers les IED. Le sens de la causalité a de fait changé entre les deux spécifications, ce qui confirme le peu de robustesse de ce modèle. Ce dernier — au contraire de ceux des deux autres zones — souffre vraisemblablement d'une mauvaise spécification.

<sup>1</sup> Les variables utilisées sont les suivantes :  $x$  propension à exporter et  $KD$  stock d'IED en termes réels. Les flèches orientées de façon univoque traduisent les causalités retardées, les flèches bi-univoques représentent les causalités instantanées et les flèches issues de termes en résidu figurent la significativité de la force de rappel vers le long terme dans la dynamique de la variable.

**Bilan des relations de causalité pour les trois zones, cas de la proportionnalité <sup>1</sup>**

Au total, que les spécifications prennent en compte ou non une proportionnalité entre stock d'IED et exportations, il semble légitime d'estimer une équation d'exportations de biens et services en retenant comme variable explicative les stocks en IED, du moins pour la zone américaine et la CE, afin de préciser la nature de l'impact de court comme de long terme des IED sur les exportations.

## 2. Le stock d'investissement direct comme facteur explicatif des parts de marché mondial détenues par la France

Afin de préciser la relation entre exportations et stock d'IED, on peut introduire cette dernière variable dans une fonction d'exportations, au côté des variables traditionnellement utilisées à ce propos, comme la demande mondiale et le taux de change effectif réel. Cette démarche permet de ne pas continuer à mettre en œuvre des « corrélations fallacieuses » qui seraient le fait de l'existence de déterminants communs aux deux types de services de marchés (comme signalé par Swedenborg [1979] qui recourt aux variables instrumentales pour éviter ce type de problème). La demande externe fait en effet croître simultanément exportations et production délocalisée alors que le change réel — du point de vue des coûts — a des effets opposés sur les deux types d'échange. Les demandes étrangères sont déterminantes dans des modèles explicatifs qui traitent les exportations en termes de part de marché et mettent en avant pour les IED l'autonomie de filiales répondant en priorité à la demande localement émise. Par ailleurs, les coûts relatifs interviennent dans les modèles d'IED qui insistent sur les éléments de comparaison entre coûts de production domestiques et étrangers, lesquels sont aussi déterminants pour la compétitivité-prix des exportations.

Le recours à une fonction d'exportations nous amène aussi à passer d'un modèle fondé sur la propension à exporter à une expression plus traditionnelle faisant intervenir le niveau d'exportations. Cette idée avait été suggérée par Lipsey et Weiss [1981] qui l'avaient appliquée au cas américain, pour le secteur manufacturier, sans qu'elle soit reprise ultérieurement, en tout cas avec ce type de spécification <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Voir note précédente

<sup>2</sup> En général les travaux macroéconomiques comme Culem [1988] expliquent plutôt les IED par les exportations alors que les travaux microéconomiques ou macro-sectoriels privilégient l'analyse du total exportation et production délocalisée ou du ratio entre les deux, comme par exemple les travaux de référence de Horst [1972], Dunning [1980] ou Clegg [1987].

L'estimation d'une équation d'exportations de biens et services est conduite sur la période du deuxième trimestre de 1980 au quatrième trimestre de 1990 en retenant *a priori* comme variables explicatives les trois taux de change réels effectifs en termes de salaire (un pour chaque zone de l'OCDE), un indicateur de demande agrégée représentatif (construit comme la moyenne pondérée des trois indices de PIB de zone en accordant 50 % à la CE et 25 % à chacune des deux autres zones), les trois stocks en IED, une tendance sur toute la période et une deuxième tendance commençant au quatrième trimestre de 1986 (pour éventuellement capter la rupture brutale dans la série de stock dans la CE). Après sélection, seules subsistent à long terme la demande mondiale tous produits  $D^*$  (avec une élasticité spontanément presque unitaire), le change réel avec l'Amérique du Nord  $e_{AN}W_{AN}/W$  (élasticité faible, de l'ordre de 0,2) et le stock dans la CE (1 point d'IED amenant 0,2 point d'exportations). Ce modèle a pour caractéristique de n'avoir aucun besoin de termes temporels, toute la compétitivité étant apparemment saisie par les prix relatifs et le taux de change vis-à-vis du dollar mais aussi par les implantations dans la Communauté européenne. Ainsi, les implantations en Europe auraient aussi permis des gains de compétitivité en dehors de la zone. En effet, si les IED peuvent améliorer l'image et la diffusion de nos produits directement sur les marchés d'implantation, ils facilitent aussi l'apprentissage ou les accords avec des firmes étrangères (rappelons qu'une participation de 10 % suffit à faire enregistrer un investissement comme IED) qui permettent l'accès aux marchés d'exportation du pays d'implantation.

La relation de long terme définissant les exportations est finalement la suivante :

$$\ln X_{LT} = 1,2 \ln D^* + 0,18 \ln (e_{AN}W_{AN}/W) + 0,21 \ln KD_{CE}$$

La relation de long terme trouvée correspond donc grossièrement à une combinaison linéaire des deux relations définissant les stocks français en IED dans les deux zones américaine et communautaire. Les investissements français en Amérique du Nord sont corrélés avec le pouvoir d'achat du franc relativement au dollar (une devise forte en termes réels favorisant les IED, selon l'interprétation suggérée par Froot et Stein [1989]) comme avec la propension à exporter française. Les investissements dans la CE ne dépendaient que de cette dernière.

La dynamique de ce modèle est aussi assez satisfaisante. On obtient la fonction d'exportations de biens et services suivante (dont la spécification serait peu différente avec une estimation en une seule étape) :

$$\Delta \ln X = 0,1 \Delta \ln (e_{AN}W_{AN}/W) + 1,7 \Delta \ln D^* - 0,7 \ln (X/X_{LT}) - 1$$

$R^2 = 56\%$  ;  $DW = 1,6$  ;  $\sigma_{\hat{u}} = 1,64\%$  et  $t_{ECM} = 4,4$  qui est la statistique de Student du terme de rappel vers  $X_{LT}$  retardé.

De fait, les performances de ce modèle pourtant fruste sont homologues à celles que l'on obtiendrait en estimant une équation d'exportations manufacturières avec une demande mondiale à double pondération et avec des prix relatifs tenant compte des marges à l'export (cf. Villette [1994] pour le modèle réel de la Banque de France, avec une estimation sur la période du quatrième trimestre de 1972 au deuxième trimestre de 1990). Le  $R^2$  est du même ordre de grandeur (environ 55 %), l'écart-type de même (environ 1,7 %) et l'élasticité de long terme de la demande est aussi quasiment unitaire (elle est contrainte à être telle dans Villette [1994], mais spontanément estimée elle serait peu différente). Les principales différences entre les deux résultats concernent l'élasticité-prix qui est deux à trois fois plus forte qu'ici et l'élasticité à court terme de la demande seulement d'environ 0,5 alors qu'elle est ici proche de deux mais les biens couverts ne sont alors que manufacturiers et le poids du dollar dans les prix y est aussi beaucoup plus faible.

Au contraire du modèle standard, on obtient enfin dans la formulation avec le stock en IED un modèle sans terme tendanciel, ce qui lui confère une caractéristique particulièrement intéressante. En négligeant les problèmes d'équivalence observationnelle entre tendances déterministes et stochastiques, (cf. Christiano et Eichenbaum [1990]), on peut en effet procéder à l'identification des composantes

déterministes des équations d'exportations supposées être orthogonales aux tendances stochastiques des différentes séries mises en œuvre dans cet exercice économétrique. Schématiquement les deux équations (avec IED et sans) s'écrivent :

$$X = D^* + \alpha \cdot eW^*/W + \beta \cdot KD \text{ avec } KD = \gamma + \delta \cdot \text{temps} + \delta' \cdot \text{temps}^2$$

$$X = DM^* + \alpha' \cdot eP^*/P + \beta' \cdot \text{temps}$$

où  $P$  et  $P^*$  sont les prix français et des concurrents,  $e$  le taux de change nominal effectif du franc,  $D^*$  et  $DM^*$  les demandes adressées à la France, respectivement mesurées par les PIB avec pondération par les IED et par les demandes manufacturières avec pondération par les exportations.

L'interprétation habituellement dévolue à la tendance déterministe des équations d'exportations associe celle-ci aux déformations structurelles de l'offre ou de la demande, aux erreurs de mesure sur la demande adressée aux firmes françaises près. La tendance devient alors un indicateur résiduel de compétitivité hors-prix. Cette dernière est en effet par définition exactement égale à l'écart entre la tendance des exportations et celle expliquée par les seuls prix relatifs et la demande étrangère. Elle sera alors égale, avec les notations précédentes, au terme suivant :

$$\text{Compétitivité hors-prix} = X - D^* - \alpha \cdot eW^*/W$$

Le gain de compétitivité hors-prix dérivé de notre équation possède donc une rupture à la hausse à partir de la fin 1986, mesurée par le terme  $\beta \cdot \delta' \cdot \text{temps}^2$ . De telles tendances déterministes, pour peu satisfaisantes qu'elles soient du point de vue du diagnostic économique, restent généralement difficiles à faire disparaître économétriquement. Les omettre dégrade en général les performances des équations, à l'instar de ce qui se passerait alors pour l'équation d'IED dans la CE. L'absence de tendances explicites est donc plutôt un avantage au crédit de notre formulation relativement aux équations d'exports standards.

Il faut alors attribuer la rupture de tendance de la fin 1986 présente dans la variable explicative stock d'IED de notre modèle à une des variables explicatives du modèle standard. La rupture peut alors provenir du passage entre compétitivité-coût et compétitivité-prix (c'est-à-dire aux efforts de marge des exportateurs français). Elle peut aussi découler de l'écart entre les PIB pondérés par les IED et la demande manufacturière adressée aux exportateurs français. Dans les deux cas de figure, il faudrait alors admettre que les efforts de marge ou la meilleure adéquation de notre offre à sa demande ont été constants et continus depuis 1986. C'est une hypothèse difficilement acceptable pour ce qui est des prix. En effet, depuis 1979, la compétitivité-prix s'est en gros maintenue, selon deux scénarios successifs très contrastés. Jusqu'au milieu des années quatre-vingt, des dévaluations successives du franc ont compensé un différentiel d'inflation défavorable puis la politique de stabilité du franc s'est accompagnée de gains de compétitivité-coût, renforcés ou non selon les années par les efforts de marge de nos exportateurs. Certes, ce scénario schématique quant à la compétitivité contre toutes devises est moins adapté à la description de notre compétitivité face à la seule zone dollar, laquelle dépend essentiellement du taux de change nominal dudit dollar, dont l'ampleur des fluctuations dépasse en général nettement celle des prix ou salaires relatifs, l'autre composante du change réel.

Quoi qu'il en soit, la stabilité du taux de change effectif réel du franc depuis le milieu des années quatre-vingt amène à attribuer les gains tendanciels de part de marché française en biens et services contenus dans la variable de stock en IED à l'adéquation meilleure entre offre française et demande étrangère, facteur communément avancé de la compétitivité hors-prix. On peut aussi bien interpréter cette configuration comme une manifestation empirique de l'hypothèse du modèle théorique de Broll et Zilcha [1992] selon laquelle les IED permettent de générer une demande supplémentaire, par effet de réseau, de réputation ou de publicité. Remarquons que l'approche par les IED convient essentiellement à une analyse agrégée puisque s'ajoutent aux éventuels effets d'importations de composants par les filiales de production des gains de part de marché permis par les filiales de distribution (une telle distinction est reprise par Blomström et Kokko [1994] dans le cas des multinationales suédoises, l'effet

global étant à nouveau en faveur de la complémentarité). Les IED seraient alors une mesure de compétitivité hors-prix alternative à l'effort d'investissement domestique (cf. Erkel-Rousse, [1992]). Conclure quant à la nature précise de cet impact exigerait toutefois d'examiner séparément les différents types d'exportations. On pourrait alors savoir notamment si les biens intermédiaires, de consommation, d'équipement ou les différents services sont les secteurs d'exportations les plus favorisés par le recours aux IED. La politique de stabilité du franc aurait dans ce cadre permis de dégager la capacité financière pour réaliser des IED, lesquels auraient ensuite permis d'aller au-delà de la simple compensation des pertes de compétitivité-prix liées à l'appréciation de notre devise. Toutefois, cette analyse doit être nuancée puisque le taux de change réel du franc a surtout contribué à faciliter des IED aux États-Unis, dont les conséquences sur la compétitivité sont négligeables.

Il était déjà tenu comme acquis (comme le signalait Mucchielli [1985]) que le seul examen des flux commerciaux ne permettait pas d'établir la place d'un pays dans la hiérarchie internationale. Cette remarque trouve encore plus de pertinence depuis que la France est devenue un grand pays investisseur à l'étranger et que, de surcroît, les investissements directs induisent apparemment des gains de compétitivité hors-prix depuis la fin 1986 dans l'ensemble des secteurs (et pas seulement dans les biens manufacturiers). Compte tenu de ces observations, il est évidemment crucial dans toute analyse de l'impact des investissements directs sur l'activité interne française de tenir compte du soutien aux exportations que ces derniers apportent. Cela bien entendu ne signifie pas que d'autres investissements à destination de pays moins développés — ne représentant cependant que moins de 5 % dans le cas de la France dans les dix dernières années — n'aient des effets plus néfastes, notamment en termes de contenu en emplois de la croissance française.

### TESTS DE CAUSALITÉ, CAS GÉNÉRAL POUR LES TROIS ZONES <sup>1</sup>

Modèles	$KD_{CE} <- x$	$KD_{CE} -> x$	$KD_{CE} <-> x$
Différence.....	<b>12,5</b>	7,5	1,8
Différence et rupture.....	5,3	8,4	<b>5,7</b>
Niveau.....	<b>15,7</b>	<b>17,1</b>	0,4
Niveau et rupture.....	3,5	3,6	<b>6,8</b>
Coïntégration et rupture.....	<b>10,0</b>	<b>12,8</b>	<b>4,4</b>
Test de non-significativité du résidu de long terme.....	pour $KD_{CE}$ 1,3	pour x 7,8	

Modèles	$KD_{AN} <- x$	$KD_{AN} -> x$	$KD_{AN} <-> x$
Différence.....	<b>11,2</b>	6,2	<b>4,1</b>
Différence et rupture.....	7,8	<b>10,1</b>	0,8
Niveau.....	<b>10,1</b>	<b>12,6</b>	2,5
Niveau et rupture.....	6,8	<b>10,3</b>	0,2
Coïntégration.....	17,3	8,0	3,2
Test de non-significativité du résidu de long terme.....	pour $KD_{AN}$ 0,2	pour x 3,0	

Modèles	$KD_{RO} <- x$	$KD_{RO} -> x$	$KD_{RO} <-> x$
Différence.....	5,5	7,8	3,3
Différence et rupture.....	6,4	8,0	1,1
Niveau.....	<b>9,5</b>	7,8	0,8
Niveau et rupture.....	7,2	<b>14,7</b>	2,3
Coïntégration.....	5,5	4,7	0,8

<sup>1</sup> Les variables utilisées sont les suivantes :  $x$  propension à exporter et  $KD$  stock d'IED en termes réels. Les flèches orientées univoques traduisent les causalités retardées, les flèches bi-univoques représentent les causalités instantanées et les flèches issues de termes en résidu figurent la significativité de la force de rappel vers le long terme dans la dynamique de la variable.

Les statistiques de tests de non-causalité — de forme rapport de vraisemblance avec quatre retards sur les deux variables — retardées suivent une loi du  $\chi^2$  à 4 degrés de liberté, les autres (causalité instantanée et significativité du résidu de long terme) une loi du  $\chi^2$  à 1 degré de liberté.

Les tests sont effectués sur la période du deuxième trimestre 1980 au quatrième trimestre 1992 pour ceux ne mettant pas en œuvre les relations économétriques du modèle Méfisto, dans le cas contraire (tests de causalité avec résidu et de significativité de ce dernier) sur la période du deuxième trimestre 1980 au quatrième trimestre 1991, période sur laquelle a été réalisée l'estimation de référence. Les résultats correspondant à des relations de causalité significatives à 99 % sont en gras italique, à 95 % en gras et à 90 % en italique.



## Investissement direct et exportations : existe-t-il un lien ?

Test de non-significativité du résidu de long terme .....	pour $KD_{RO}$ 1,4	pour x 0,0	
--	-----------------------	---------------	--

## ANNEXE 2

### TESTS DE CAUSALITÉ, CAS DE LA PROPORTIONNALITÉ POUR LES TROIS ZONES <sup>1</sup>

Modèles	$KD_{CE} < - x$	$KD_{CE} - > x$	$KD_{CE} < - > x$
Différence.....	<b>10,5</b>	5,0	0,5
Différence et rupture.....	<b>9,4</b>	3,6	1,2
Niveau.....	<b>15,6</b>	<b>10,5</b>	0,2
Niveau et rupture.....	<b>11,5</b>	6,5	2,2
Coïntégration et rupture.....	<b>12,1</b>	<b>11,7</b>	2,8
Test de non-significativité du résidu de long terme.....	pour $KD_{CE}$ 0,5	pour x <b>8,7</b>	

Modèles	$KD_{AN} < - x$	$KD_{AN} - > x$	$KD_{AN} < - > x$
Différence.....	6,0	4,4	1,6
Différence et rupture.....	4,0	5,2	2,4
Niveau.....	8,8	8,7	0,3
Niveau et rupture.....	5,1	4,6	2,0
Coïntégration.....	8,4	<b>18,4</b>	2,1
Test de non-significativité du résidu de long terme.....	pour $KD_{AN}$ 0,3	pour x 3,4	

Modèles	$KD_{RO} < - x$	$KD_{RO} - > x$	$KD_{RO} < - > x$
Différence.....	7,6	6,1	1,2
Différence et rupture.....	7,8	4,1	1,4
Niveau.....	9,0	<b>9,6</b>	0,1
Niveau et rupture.....	9,0	<b>11,7</b>	0,7
Coïntégration.....	7,9	3,7	1,0
Test de non-significativité du résidu de long terme.....	pour $KD_{RO}$ 2,0	pour x 0,0	

<sup>1</sup> Voir note de l'annexe 1

## RÉFÉRENCES

M. Blomström et A. Kokko, 1994, « Home country effects of FDI : evidence from Sweden », CEPR Discussion Paper n° 931, avril.

U. Broll et I. Zilcha, 1992, « Exchange rate uncertainty, futures markets and the multinational firm », *European Economic Review*, vol. 36, n° 4, p. 815-826, mai.

C. Bruneau et J.-P. Nicolai, 1992, « Persistent causality and exogeneity in a multivariate non stationary system », Document de travail, Caisse des dépôts et consignations, Paris n° 1992 – 24/T.

L. Christiano et M. Eichenbaum, 1990, « Unit roots in real GNP : do we know and do we care ? », *Carnegie Rochester Conference Series*, vol.32, p.7-62.

J. Clegg, 1987, « The determinants of multinational enterprise : A comparative study of the US, Japan, UK, Sweden and West Germany », miméo (repris in M. Casson Ed. *Multinational corporations*, E. Eldgar, 1990).

C. Culem, 1988, « The locational determinants of direct investment among industrialized countries », *European Economic Review*, vol 32, n° 4, p 885-904, avril.

J. Dunning, 1980, « Toward an eclectic theory of international production : some empirical tests », *Journal of International Business Studies*, vol. 11 (1), p. 9-31 (repris dans J. Dunning, 1981, *International production and the multinational enterprise*, Allen et Unwin).

R. Engle et C. Granger, 1987, « Co-integration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing », *Econometrica*, vol. 55, p. 251-276 (repris dans *Long-Run Economic Relationships*, R. Engle et C. Granger Eds, Oxford University Press, 1991).

R. Engle, D. Hendry et J-F. Richard, 1983, « Exogeneity », *Econometrica*, vol. 51, p. 277-304.

H. Erkel-Rousse, 1992, « Les performances extérieures de la France et de l'Allemagne : le rôle de l'investissement », *Économie et Statistique*, n° 253, p 35-47.

K. Froot et J. Stein, 1989, « Exchange Rates and Foreign Direct Investment : an Imperfect Capital Market Approach », NBER Working Paper n° 2 914, mars (repris dans *Quarterly Journal of Economics*, 1991, vol. 106, n° 4, p. 1191-1217).

C. Granger, 1969, « Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods », *Econometrica*, vol. 36, p 424-438.

C. Granger, 1988, « Some recent developments in a concept of causality », *Journal of Econometrics*, vol 39, p 199-211.

A. Gubian et P-A. Muet, 1989, « Dégradation des échanges industriels et compétitivité-prix : une analyse économétrique des performances françaises à l'exportation en trois grandes zones », *Observations et Diagnostics Économiques* n° 27, p 91-118, avril.

J. Henry, 1993a, « La localisation des investissements français dans trois zones de l'OCDE : une analyse économétrique des balances de paiements entre 1979 et 1989 », *Revue Économique*, vol. 44, n° 4, p. 737-753.

J. Henry, 1993b, « Les investissements étrangers directs : développement et spécificité des échanges avec la Communauté européenne », *Économie et Statistique*, n° 268-269, p 45-58.

J. Henry et J. Weidmann, 1994, « Asymmetry in the EMS revisited : Evidence from the causality analysis of daily Eurorates », Discussion Paper n° B – 280, Institut für Internationale Wirtschaftspolitik, Universität Bonn.

T. Horst, 1972, « The industrial composition of US exports and subsidiary sales to the Canadian market », *American Economic Review*, vol. 62, n° 1, p 37-45, mars.

P. Krugman, 1979, « Increasing returns, monopolistic competition and international trade », *Journal of International Economics*, vol. 9, p 469-479.

R. Lipsey et M. Weiss, 1981, « Foreign Production and Exports in Manufacturing Industries », *Review of Economic and Statistics*, vol. 63, n° 4, p. 488-494, novembre.

Méfisto, 1993, « Méfisto Version 2, la maquette du système financier français de la Banque de France », document de travail SEMEF n° 93-3, (repris dans *Cahiers économiques et monétaires* n° 42, p 41-95, 1993)

J.-L. Mucchielli, 1985, « Les firmes multinationales françaises et la hiérarchisation des nations », *Revue d'Économie Politique*, vol. 95, n° 5, p 611-626, septembre-octobre.

J. Stock, 1987, « Asymptotic properties of least square estimators of cointegrating vectors », *Econometrica*, vol. 55, p 1035-1056.

B. Swedenborg, 1979, « *The Multinational Operations of Swedish Firms* », Industrial Institute of Economic and Social Research, Almqvist and Wiksell, Stockholm.

R. Vernon, 1966, « International Investment and International Trade in the Product Cycle », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, n° 2, p 190-207, mai.

J.-P. Villetelle, 1994, « Conséquence sur le modèle réel du changement de base de données concernant le commerce international de produits manufacturés » note DEER-SEMEF n° 94-03, janvier.

# LE BILAN DU FICHER NATIONAL DES INCIDENTS DE REMBOURSEMENT DES CRÉDITS AUX PARTICULIERS

Le Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP) constitue la pièce maîtresse du volet préventif de la loi sur le surendettement des ménages dans la mesure où il informe les établissements dispensateurs de crédits du respect des engagements des emprunteurs, en évitant notamment qu'un excès d'endettement n'aggrave la situation de précarité de certains débiteurs.

En outre la loi renforce la protection des emprunteurs en prévoyant notamment des procédures d'informations préalables à toute inscription dans le fichier.

Enfin, le FICP devrait permettre, dans le cadre de l'Union économique et monétaire, un échange d'information avec les autres centrales qui existent chez la plupart de nos partenaires.

---

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

## 1. Présentation du FICP

### 1.1. Objet du FICP

La loi du 31 décembre 1989 (« loi Neiertz »), relative à la prévention et au règlement des difficultés liées au surendettement des particuliers et des familles, confie à la Banque de France le soin de gérer un fichier permettant de centraliser et de diffuser :

- d'une part, les incidents de paiement caractérisés liés aux crédits accordés aux personnes physiques pour des besoins non professionnels ;
- d'autre part, les mesures conventionnelles adoptées par les commissions d'examen des situations de surendettement ainsi que les mesures de redressement judiciaire civil.

Le recensement de ces informations constitue le Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers qui a pour finalité principale d'offrir aux établissements de crédit et aux services financiers de La Poste des éléments d'appréciation sur le respect des engagements des emprunteurs.

### 1.2. Nature du FICP

L'article 23 de la loi Neiertz, dont les dispositions ont été intégrées dans le nouveau code de la consommation paru en juillet 1993, apporte les précisions nécessaires sur la nature du FICP : il est légal, national et à gestion publique, négatif, non monopolistique et à finalité d'information et non pas d'exclusion :

– *légal* car le FICP devant recenser des informations pouvant conduire à d'éventuels refus de crédit, il était indispensable d'asseoir de manière homogène les conditions de recensement et de conservation des impayés, d'alimentation et de consultation du fichier ;

– *national et à gestion publique* car, pour des raisons tenant à l'efficacité et à l'exhaustivité, il est apparu nécessaire de mettre en place un fichier national, plutôt que de se contenter d'une pluralité de centrales, et d'en confier sa gestion à la Banque de France. Cet ancrage public se justifie par les garanties d'objectivité et d'impartialité de l'Institut d'émission et par son expérience en matière de gestion de grands fichiers nationaux (Fichier central des chèques, Fichier des risques d'entreprise, Fiben...);

– *négatif* car le FICP recense uniquement les incidents de paiement caractérisés et des mesures conventionnelles. Il ne fonctionne donc pas, à la différence de ce qui est observé dans la plupart des pays européens, comme une centrale de risques recensant l'endettement général des particuliers mais comme une centrale d'incidents ;

– *non monopolistique* car des fichiers privés peuvent continuer d'exister, la loi Neiertz laissant aux organismes professionnels et organes centraux visés par la loi bancaire la possibilité de tenir des fichiers recensant des incidents de paiement (ex. : le fichier CPII — Centrale professionnelle d'informations sur les impayés — géré par l'Association des sociétés financières — ASF). En revanche, seule la Banque de France est en droit de collecter les informations relatives aux mesures conventionnelles ou judiciaires qui lui sont communiquées par les commissions départementales de surendettement et par les greffes des tribunaux d'instance ;

– *à finalité d'information et non pas d'exclusion* car le FICP a pour finalité principale d'offrir aux établissements de crédit et aux services financiers de La Poste, des éléments d'appréciation sur les difficultés de remboursement des emprunteurs, la loi n'instaurant pas d'interdiction de crédit. Le Comité consultatif du conseil national du crédit — dit Comité des usagers — et la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL) ont bien souligné à cet égard que ce fichier devait

rester un instrument d'aide à la lutte contre le surendettement et ne devait pas conduire automatiquement à un refus de crédit en cas de recensement de l'emprunteur.

### 1.3. Contenu et règles de fonctionnement du FICP

Ils découlent de la loi qui précise le champ d'application du recensement et de la diffusion des données et d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire (n° 90-05) pris après avis de la CNIL et du Comité des usagers.

#### 1.3.1. L'alimentation du FICP

##### *Champ du recensement des incidents*

Les données collectées concernent exclusivement les *débiteurs domiciliés* en France et portent sur tous les types de crédit accordés pour le financement de besoins non professionnels — y compris les découverts autorisés ou non — ; seuls sont enregistrés les incidents caractérisés constatés au nom du débiteur principal (à l'exclusion des cautions) et traduisant une situation grave d'impayé.

##### *Définition de l'incident*

L'« *incident caractérisé* » : pour les crédits échelonnés, il s'agit des défauts de paiement qui atteignent, pour un crédit remboursable mensuellement, un montant équivalent au triple de la dernière échéance due. Pour les crédits sans échéance échelonnée ou pour les découverts, l'incident caractérisé est constitué lorsque le défaut de paiement correspond aux sommes exigibles plus de quatre-vingt dix jours après une mise en demeure de payer, dès lors que la somme exigible est au moins de 1 000 francs.

##### *Déclaration des incidents*

L'incident caractérisé ne devient déclarable à la Banque de France qu'à l'issue d'un délai d'un mois après sa constatation, délai qui peut être mis à profit par le débiteur pour régulariser sa situation. Si aucune régularisation n'est intervenue ou si aucune solution amiable n'a été trouvée, les incidents doivent *obligatoirement* être déclarés, lors de chaque centralisation mensuelle, par les établissements de crédit et La Poste et sont conservés pendant une durée uniforme de trois ans dans le FICP ; en cas de remboursement intégral des sommes dues, qui est déclaré également selon le principe de centralisation mensuelle, les incidents sont immédiatement effacés du fichier.

##### *Déclaration des mesures*

Les plans conventionnels de règlement et les mesures de redressement judiciaire civil sont déclarés par les commissions départementales d'examen des situations d'endettement et par les greffes des tribunaux d'instance et de cours d'appel ; seule l'*existence* du plan conventionnel (et non le dépôt initial du dossier de surendettement) ou de la mesure judiciaire est enregistrée pour sa durée — à l'origine dans la limite de trois ans et sans possibilité de radiation — dans le fichier, sans le détail des mesures, sauf l'obligation faite au débiteur d'accomplir des actes pouvant faciliter le paiement de sa dette (vente de biens ou engagement de prise de caution) ou de s'abstenir d'actes pouvant aggraver son insolvabilité (par exemple interdiction de s'endetter pendant une certaine période).

Toutefois, dans le cadre de l'examen du rapport élaboré par le député Léron sur le bilan d'application de la loi Neiertz, le Comité de la réglementation bancaire (CRB), sur proposition du Comité consultatif dit « des usagers », a décidé en mars 1993 de modifier les modalités de conservation de certaines informations enregistrées dans le FICP. Désormais les inscriptions concernant les débiteurs ayant fait l'objet d'un plan conventionnel ou d'une mesure judiciaire de redressement sont conservées pour leur durée dans la limite de cinq ans — au lieu de trois ans — à compter de l'adoption du plan ou de celle du jugement définitif, afin de tenir compte du fait que la plupart des plans ou mesures ont une durée d'application égale ou supérieure à cinq ans. En contrepartie, le paiement intégral des sommes dues au titre du plan ou du jugement entraîne la radiation immédiate des informations enregistrées dans le FICP.



### 1.3.2. Consultation du FICP

*Elle est facultative* et réservée exclusivement aux établissements de crédit, à La Poste, aux commissions de surendettement, et aux autorités judiciaires. Les informations communiquées aux établissements dispensateurs de crédit (identité du débiteur, nature du crédit, nombre d'incidents et d'établissements déclarants, existence d'une mesure conventionnelle ou judiciaire et date de radiation du fichier gérée de manière glissante par le FICP) ne peuvent être utilisées que dans le cadre d'opérations se rattachant à l'octroi ou à la gestion d'un crédit et il est interdit d'en communiquer copie à un tiers sous quelque forme que ce soit. À noter à cet égard que même le débiteur ne peut obtenir par écrit l'information le concernant pour éviter que le fichier ne soit utilisé comme un « casier civil » permettant à des créanciers de demander à leurs débiteurs des attestations de non-inscription au FICP ; la loi ne prévoit donc qu'une communication orale de l'information (positive ou négative) au débiteur qui exerce son droit d'accès « CNIL » aux renseignements enregistrés dans le FICP.

Deux voies de consultation existent : la *voie descendante* qui désigne la mise à disposition mensuelle par la Banque de France d'une copie du fichier et la *voie montante* qui désigne l'interrogation ponctuelle du fichier par un établissement. Ces consultations sont facturées, conformément au principe rappelé par le règlement du CRB, afin de couvrir les frais exposés par la Banque de France pour la mise en œuvre du FICP.

La *voie descendante* a été largement proposée aux établissements prêteurs — afin de garantir l'égalité des établissements devant les voies d'accès — et toutes les demandes d'agrément formulées ont été satisfaites : 52 abonnés représentant 319 établissements utilisent cette procédure.

## 2. Bilan de fonctionnement

### 2.1. Alimentation du FICP (cf. annexes 1 et 2)

À fin juillet 1994 (centralisation effectuée le 16 août), les données étaient les suivantes :

– 1 322 000 personnes fichées, dont 1 100 000 au titre d'au moins un incident caractérisé, 71 000 au titre d'un incident et d'une mesure conventionnelle ou judiciaire et 151 000 au titre d'une mesure conventionnelle ou judiciaire sans aucun incident ;

– 1 884 000 incidents enregistrés, dont 96 % ont été déclarés sous forme automatisée. La décomposition par nature de crédit s'établissait comme suit :

- 16 % au titre des crédits immobiliers,
- 84 % au titre des crédits à la consommation.

Il est intéressant de noter que dans le compartiment « crédit à la consommation », les incidents sur prêts personnels et crédits permanents représentent près de la moitié des déclarations (55,4 %) suivis par les découverts (23,2 %) et les achats à tempérament (17,4 %), le reliquat (4 %) concernant la location avec option d'achat et la location vente.

L'analyse du fichier montre que :

- 58 % des personnes recensées sont des hommes,
- 41 % des personnes recensées ont moins de 36 ans,
- 85 % des personnes sont déclarées par un seul établissement et 11 % par deux établissements.

S'agissant de la tendance, il est significatif de constater que la taille du fichier a, pour la première fois depuis sa création, cessé d'augmenter en février 1994, pour accuser une légère décrue. Le nombre de débiteurs recensés a ainsi diminué de 46 000 personnes entre février et juillet 1994. Cette évolution

est due principalement à l'effet des premières radiations d'office des incidents au terme du délai réglementaire de conservation de trois ans <sup>1</sup>.

## **2.2. Consultation du FICP**

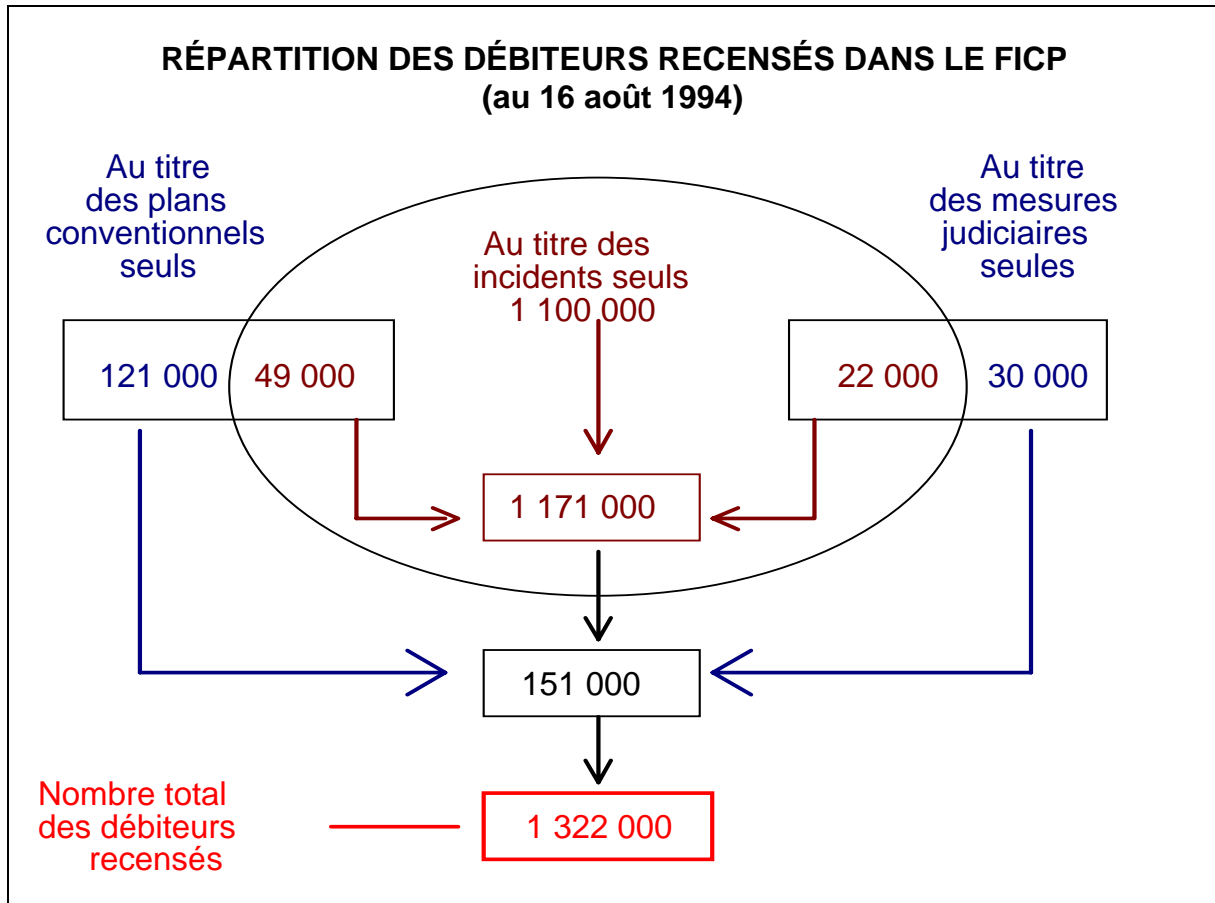
La voie montante a été, au démarrage du FICP, constituée essentiellement par les interrogations sur papier ; le nombre de ces dernières a tendu, depuis, à diminuer : 125 000/an désormais, contre 380 000 lors de la première année de fonctionnement du FICP, à la suite de l'ouverture en février 1992 d'une voie videotex sécurisée par carte à mémoire et lecteur (qui devrait donner lieu, en base annuelle, à 1 400 000 consultations au vu des tendances observées au cours des six derniers mois).

La voie descendante représente un potentiel de 7 millions de consultations en année pleine émanant des banques ayant accès par cette procédure aux données du FICP.

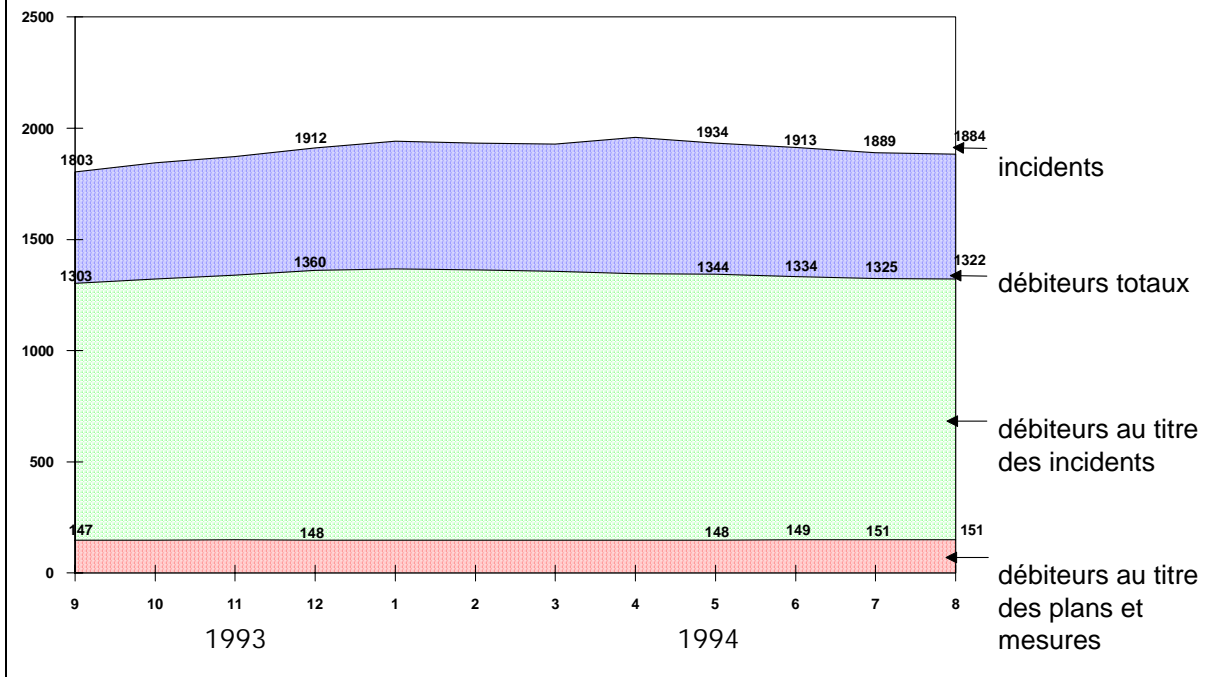
Le taux de réponse positive, apprécié à partir des interrogations de la voie montante, atteint aujourd'hui 3 %, soit un taux proche de celui qui est enregistré au Fichier central des chèques.

---

<sup>1</sup> La profession souhaiterait voir porter ce délai à cinq ans, ce qui suppose une modification du règlement du Comité de la réglementation bancaire.



ÉVOLUTION DE LA MONTÉE EN CHARGE DU FICP



Études

# LES GRANDS TRAITES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET DE LA POSITION EXTÉRIEURE DE LA FRANCE EN 1993

Le rapport annuel de la balance des paiements vient d'être publié. Le texte suivant, extrait de celui-ci, constitue un résumé des principales évolutions enregistrées en 1993.

---

*Direction de la Balance des paiements*

En 1993, l'excédent de la balance des transactions courantes s'est sensiblement accru pour atteindre 59,5 milliards de francs, contre 20,5 milliards en 1992 et - 34,5 milliards en 1991. Cette progression est due à l'amélioration du commerce extérieur de marchandises, à la stabilisation à un haut niveau de l'excédent des échanges de services et à la réduction du déficit des transferts unilatéraux.

La balance des capitaux à court et à long terme s'est soldée par des transferts nets à destination de l'étranger de 73,8 milliards de francs. Les mouvements de capitaux à long terme se sont traduits par des sorties nettes de 19,4 milliards de francs, après des entrées nettes de 117,9 milliards de francs en 1992, en raison du rééquilibrage du solde des opérations de portefeuille. Les capitaux à court terme ont été à l'origine de sorties nettes de 54,5 milliards de francs, imputables aux opérations du secteur bancaire.

La forte progression de l'excédent des transactions courantes a permis à la France de se placer pour l'année 1993 dans une situation d'épargnant net à l'égard du reste du monde (à hauteur d'environ 0,8 % du PIB). Cette évolution a contribué à ramener la position extérieure débitrice de la France à un niveau proche de l'équilibre.

## 1. La balance des paiements

<b>SOLDE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS</b> <b>(Présentation simplifiée) (a)</b>			
<i>(en millions de francs)</i>			
	1991	1992	1993
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b> .....	<b>- 34 523</b>	<b>20 481</b>	<b>59 466</b>
Marchandises .....	- 49 772	15 283	53 238
– Exportations et importations .....	(- 56 430)	(9 407)	(40 040)
– Négoce international et marchandises autres .....	(6 658)	(5 876)	(13 198)
Services .....	50 130	60 460	60 753
Revenus de facteurs.....	- 32 577	- 48 277	- 50 488
Autres biens et services.....	39 049	30 128	30 264
Transferts unilatéraux .....	- 41 353	- 47 113	- 34 301
<b>TRANSFERTS EN CAPITAL</b> .....	<b>- 3 173</b>	<b>2 123</b>	<b>- 569</b>
<b>CAPITAUX À LONG TERME</b> .....	<b>12 366</b>	<b>117 900</b>	<b>- 19 362</b>
Crédits commerciaux (b) .....	3 606	569	11 912
Investissements directs .....	- 53 182	- 16 775	- 139
Autres investissements (Secteur officiel).....	- 3 874	- 3 519	- 3 835
Prêts (b) .....	- 14 773	- 49 461	- 48 533
Investissements de portefeuille .....	80 589	187 086	21 233
<b>CAPITAUX À COURT TERME (b)</b> .....	<b>- 49</b>	<b>- 151 543</b>	<b>- 54 514</b>
Secteur privé non bancaire.....	- 35 486	- 21 165	199 844
Secteur bancaire .....	4 259	- 240 275	- 282 159
– en francs .....	(- 11 450)	(- 253 353)	(- 283 805)
– en devises .....	(15 709)	(13 078)	(1 646)
Secteur officiel .....	31 178	109 897	27 801
<b>AJUSTEMENT</b> .....	<b>25 379</b>	<b>11 039</b>	<b>14 979</b>
(a) Présentation détaillée page 194 du rapport (b) Sans signe : diminution des créances ou augmentation des engagements envers l'étranger Signe négatif : augmentation des créances ou diminution des engagements envers l'étranger Source et réalisation : Banque de France Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 89			
			Mise à jour le 16 mai 1994

## 1.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes s'est notablement renforcé en s'établissant à 59,5 milliards de francs, après 20,5 milliards en 1992.

Cette consolidation provient, essentiellement, de l'amélioration du solde des échanges de *marchandises*, qui s'établit à 53,2 milliards de francs, contre 15,3 milliards l'année précédente. En particulier, l'excédent commercial, tel qu'il est enregistré après diverses corrections dans la balance des paiements, est passé de 9,4 milliards de francs à 40 milliards, sous l'effet, notamment, d'une sensible progression du solde des échanges de produits industriels, de 6,8 milliards de francs à 54,8 milliards. La progression de notre solde commercial s'inscrit dans un contexte de contraction des flux d'échanges, imputable à la récession en Europe et au repli de notre demande intérieure. Toutefois, nos exportations se sont moins repliées que nos importations, en raison notamment d'une progression de notre compétitivité à l'égard de l'ensemble de nos partenaires, et cela, en dépit de la dévaluation des monnaies de plusieurs pays européens.

Pour sa part, l'excédent des services s'est maintenu d'une année sur l'autre à un haut niveau (60,8 milliards de francs, au lieu de 60,5 milliards l'année précédente). Ce bon résultat recouvre toutefois des évolutions contrastées : d'une part, la réduction du déficit des transports et un léger renforcement de l'excédent de la ligne *voyages* en raison de la diminution des dépenses des résidents à

l'étranger, d'autre part, un effritement de l'excédent des services techniques et un creusement du déficit des services divers.

En revanche, le déficit des *revenus de facteurs* a poursuivi sa progression, mais avec un rythme plus modéré que celui des années précédentes (50,5 milliards de francs, contre 48,3 milliards en 1992). Cette variation est imputable aux revenus du capital, en liaison avec la poursuite de la progression des intérêts sur titres versés aux non-résidents ainsi qu'au retournement de la position monétaire des banques.

Enfin, sous l'effet essentiellement d'une modification du mode d'enregistrement de certains échanges de biens, la charge nette des *transferts unilatéraux* s'est sensiblement atténuée, revenant de 47,1 milliards de francs à 34,3 milliards. Il convient de noter, en outre, que les sorties nettes relatives aux transferts du secteur officiel (relations avec les institutions de l'Union européenne, aides au développement bilatérale et multilatérale) se sont avérées stables d'une année sur l'autre (30,5 milliards de francs, au lieu de 30,1 milliards).

### **1.2. Les transferts en capital**

Les transferts en capital, qui enregistrent les remises de dettes et les plus ou moins-values sur cessions de créances, n'ont concerné en 1993 qu'un nombre restreint d'opérations. Ils ont représenté un déficit net de 0,6 milliard de francs, au lieu d'un apport net de ressources de 2,1 milliards l'année précédente, un établissement de crédit résident ayant bénéficié d'un abandon de créances de la part de son actionnaire étranger.

### **1.3. Les mouvements de capitaux à long terme**

Après des entrées nettes exceptionnelles en 1992 (117,9 milliards de francs), l'année 1993 a été marquée par des sorties nettes au titre des mouvements de capitaux à long terme (19,4 milliards de francs) pour la première fois depuis 1988.

Cette évolution s'explique par la forte diminution du solde des *investissements de portefeuille* (+ 21,2 milliards de francs, après + 187,1 milliards en 1992).

Ce repli a pour origine la réduction du volume des achats de valeurs françaises par les non-résidents en 1993, après une année 1992, il est vrai, exceptionnelle (194,8 milliards de francs, contre 282,9 milliards). Ces achats sont restés en 1993 proches de la moyenne de 200 milliards de francs observée depuis 1989.

La forte progression des achats de valeurs étrangères par les résidents (171,7 milliards de francs contre 101,4 milliards) explique également le recul sensible des entrées de capitaux à long terme et reflète un mouvement de diversification des portefeuilles français.

Pour la deuxième année consécutive, le solde déficitaire des opérations d'*investissements directs* avec l'étranger des secteurs privé et bancaire s'est replié pour s'approcher de l'équilibre (0,1 milliard de francs, après 16,8 milliards). Ce mouvement s'est accompagné d'une contraction conjointe des investissements français à l'étranger (68,9 milliards de francs, contre 101,1 milliards) et des investissements étrangers en France (68,8 milliards de francs, au lieu de 84,3 milliards).

Les opérations de *prêts à long terme* se sont à nouveau traduites par des sorties nettes élevées (48,5 milliards de francs, après 49,5 milliards) en raison du solde négatif des prêts nets du secteur bancaire (35,8 milliards de francs, après 38,7 milliards) et du repli du solde positif des prêts nets du secteur privé non bancaire (1,6 milliard de francs, contre 8,1 milliards). En revanche, les sorties au titre des prêts du secteur officiel ont diminué pour s'établir à 14,4 milliards de francs, au lieu de 18,9 milliards en 1992.

Les entrées au titre des *crédits commerciaux* sont en progression sensible d'une année à l'autre (11,9 milliards de francs, après 0,6 milliard). Cette évolution résulte essentiellement de l'augmentation

des remboursements nets de crédits acheteurs en francs (14,1 milliards de francs, au lieu de 6,9 milliards) et du fléchissement des mises en place nettes de crédits acheteurs en devises (- 1 milliard de francs, contre - 8,1 milliards).

Les *investissements du secteur officiel* restent stables (- 3,8 milliards de francs, après - 3,5 milliards).

#### 1.4. Les mouvements de capitaux à court terme

Les mouvements de capitaux à court terme ont été à l'origine de sorties nettes de 54,5 milliards de francs, après 151,5 milliards en 1992. Cette diminution du solde masque toutefois des évolutions très contrastées selon les secteurs.

Les opérations du *secteur privé non bancaire* ont dégagé des entrées nettes de 199,8 milliards de francs, contre des sorties de 21,2 milliards en 1992. D'importants rapatriements nets, par les OPCVM notamment, de placements à l'étranger ont en effet été observés.

Les mouvements de capitaux du *secteur bancaire* ont donné lieu à des sorties nettes de 282,2 milliards de francs, après 240,3 milliards en 1992. Comme l'année précédente, elles ont eu pour origine les opérations en francs des non-résidents.

Enfin, la diminution des avoirs nets du *secteur officiel* s'est fortement réduite d'une année à l'autre (27,8 milliards de francs, au lieu de 109,9 milliards).

## 2. La position extérieure

De 1992 à 1993, l'évolution de la position extérieure de la France traduit une forte contraction de ses engagements nets, qui sont passés de 254,7 milliards de francs à 48,5 milliards.

L'amélioration globale ainsi constatée trouve son origine dans le retournement de la position du secteur bancaire qui devient créditrice de 220,9 milliards de francs, alors qu'elle était débitrice de 115,9 milliards à la fin de 1992.

En revanche, les actifs nets du secteur privé non bancaire de la fin de 1992 (73,6 milliards de francs) ont fait place à des engagements nets envers les non-résidents de 3,4 milliards de francs à fin décembre 1993.

<b>POSITION EXTÉRIEURE DE LA FRANCE</b>			
<b>Présentation simplifiée (a)</b>			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	Encours en fin d'année		
	1991	1992	1993
Secteur privé non bancaire (b).....	23,3	73,6	- 3,4
Secteur bancaire.....	- 413,6	- 115,9	220,9
Secteur officiel.....	36,0	- 212,4	- 266,0
<b>Total</b> .....	<b>- 354,3</b>	<b>- 254,7</b>	<b>- 48,5</b>
- Position en devises.....	863,7	1 009,8	1 209,1
- Position en francs.....	- 1 218,0	- 1 264,5	- 1 257,6
(a) Présentation détaillée page 145 du rapport			
(b) À l'exclusion des investissements immobiliers des particuliers et des crédits commerciaux			
Source et réalisation :	Banque de France		
	Balance des paiements - SIPEX - Tél. : +33 (1) 42 92 31 33		Mise à jour le 16 mai 1994



Enfin, la position nette du secteur officiel s'est quelque peu détériorée, les engagements nets atteignant 266 milliards de francs à la fin de l'année, contre 212,4 milliards un an plus tôt.

De manière plus globale, l'évolution favorable de la position extérieure de la France en 1993 a bénéficié en partie de la bonne orientation des transactions courantes dont l'excédent (59,5 milliards de francs) a entraîné un enrichissement du pays.

E N Q U Ê T E S

# LA SITUATION DU SYSTÈME PRODUCTIF EN 1993

L'étude du système productif, menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France à partir d'un échantillon de 10 867 entreprises industrielles adhérant à la Centrale de bilans, confirme que 1993 a été une année difficile. En cours de période, la tendance s'est progressivement retournée, mais les comptes de l'exercice portent encore les marques de la récession.

En recul, l'activité a pesé sur le taux de marge et les rentabilités qui retrouvent, en phase récessive, leurs bas niveaux des années d'expansion 1984-1985. Dans ces conditions, la réduction des effectifs s'est accélérée et le taux d'investissement productif a diminué.

Cependant, les firmes industrielles de l'échantillon étudié ont continué à renforcer leurs structures financières, confirmant la tendance amorcée au milieu des années quatre-vingt : le taux d'autofinancement s'est fortement accru, sous l'effet de la baisse des besoins financiers ; le taux d'endettement a atteint un niveau inférieur de moitié à celui de 1984-1985. La trésorerie des firmes s'est améliorée, le poids des annuités d'emprunt s'est allégé. En outre, la baisse des taux d'intérêt a fortement contribué à la diminution du coût moyen de l'endettement.

Au total, les sociétés industrielles devraient, grâce à l'assainissement de leurs structures financières, bénéficier pleinement en 1994 des effets de la reprise.

---

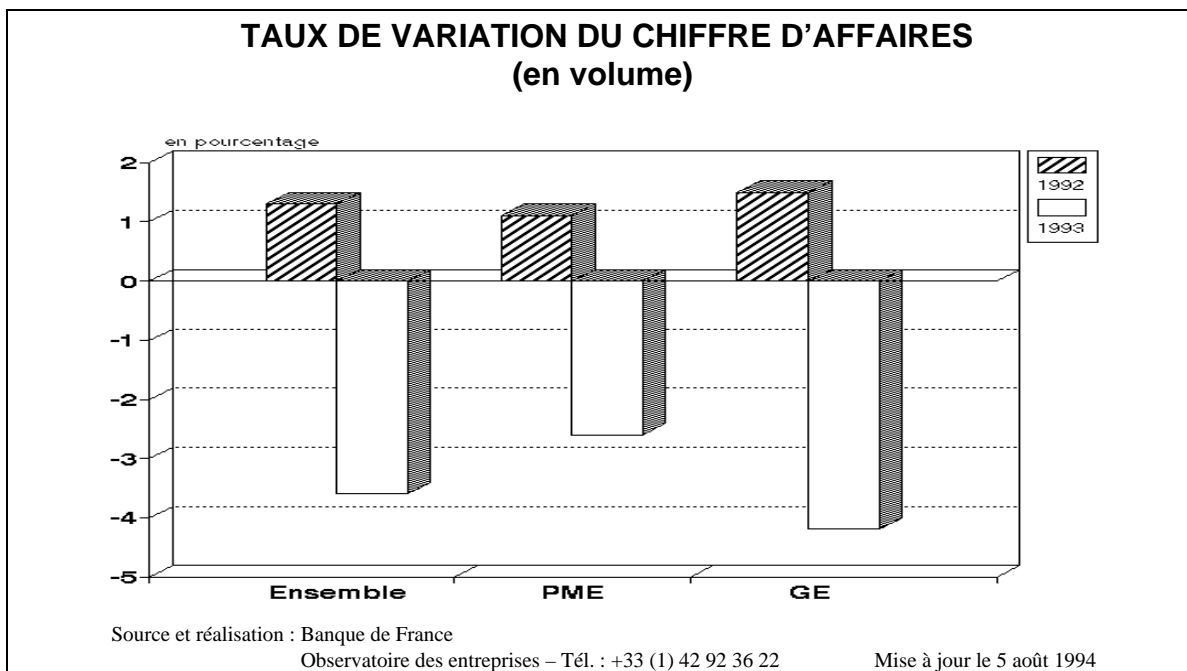
YVES LECOUCPEUR  
DOMINIQUE LEFILLIATRE  
LOEIZ RAPINEL  
*Direction des Entreprises*

*Observatoire des entreprises*

## 1. L'activité a reculé

Encore légèrement positif l'an dernier, le taux de variation du chiffre d'affaires est devenu négatif en 1993 (3,6 % en volume). Cette évolution défavorable est imputable à la contraction, au premier trimestre, de tous les débouchés, tant intérieurs qu'extérieurs.

Plus exposées à un retournement de la conjoncture extérieure, les entreprises employant plus de 500 salariés ont été plus touchées par le ralentissement que les PME (respectivement - 4,2 % et - 2,6 % en volume).



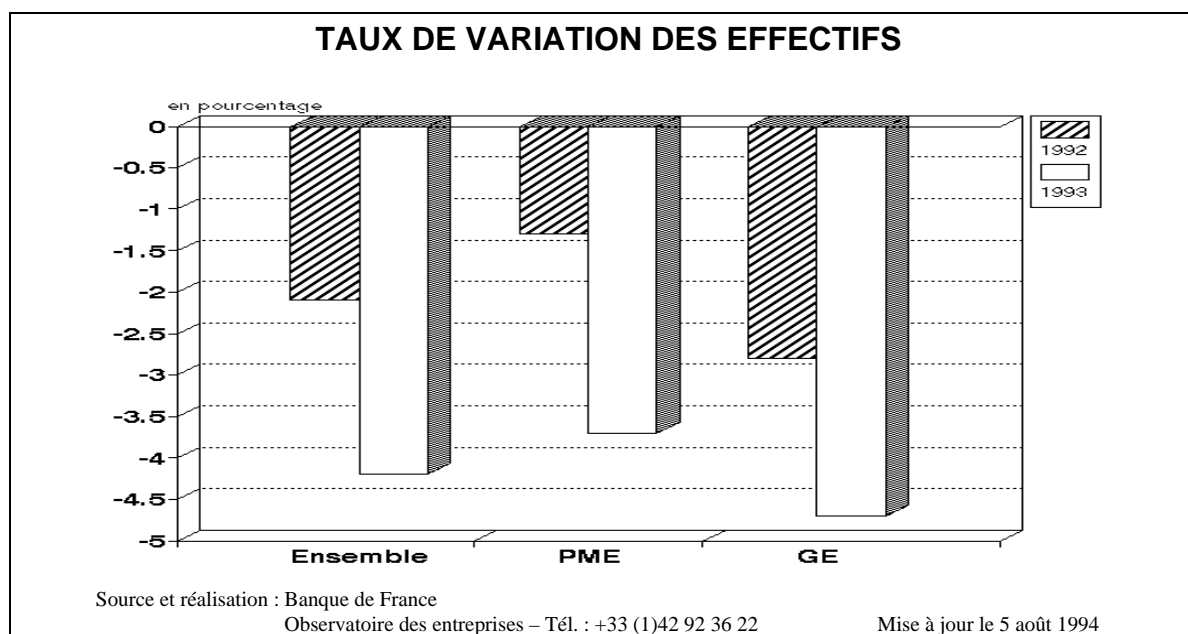
Marquée dans le matériel de transport terrestre (- 10,7 % en volume) et les biens d'équipement (- 5,2 %), la réduction d'activité a été moins brutale dans les biens intermédiaires et les biens de consommation (respectivement - 3,5 % et - 2,1 % en volume). Seules, les industries agro-alimentaires ont été épargnées par la récession.

La diminution de la valeur ajoutée a été plus forte que celle des ventes en raison de la contraction des stocks de produits finis et de la difficulté d'ajuster les achats aux variations de l'activité. Elle a atteint 3,8 % dans les PME, 8,4 % dans les grandes entreprises.

## 2. Les effectifs et les investissements ont diminué

### 2.1. Les effectifs

La réduction des effectifs a été plus importante en 1993 (4,2 %) qu'en 1992 (2,1 %). Son accélération a été forte dans les grandes entreprises, mais également dans les PME où les allègements n'avaient commencé qu'en 1991. Contrairement à l'année précédente, aucun grand compartiment de l'industrie n'a pu maintenir ses effectifs.



## 2.2. Les investissements

Devant la faiblesse de la demande et la sous-utilisation des capacités de production, les industriels ont revu à la baisse leurs dépenses d'équipement (- 18,5 % en valeur). Le taux d'investissement productif<sup>1</sup> a chuté pour s'établir à 13 %, l'un des taux les plus bas de la décennie.

L'équipement productif a, néanmoins, continué à s'étoffer mais à un rythme qui se ralentit depuis 1991 (+ 4,3 % en 1993, contre + 7,2 % en 1992).

## 3. Le fléchissement de l'activité a pesé sur les résultats<sup>2</sup>

### 3.1. Les résultats

En 1993, le fléchissement des charges de personnel a été inférieur à celui de la valeur ajoutée, malgré les importantes compressions d'effectifs. Le recul de l'excédent brut d'exploitation a donc été particulièrement marqué (PME : 10 % ; grandes firmes : 22 %).

Le taux de marge brute d'exploitation<sup>3</sup> a perdu 0,6 point dans les PME et 1,6 point dans les grandes firmes. Le recul de la rentabilité d'exploitation<sup>4</sup> a également été marqué : de 15,6 % à 13,6 % dans les PME ; de 14,9 % à 11,6 % dans les grandes firmes, malgré la contraction du capital d'exploitation.

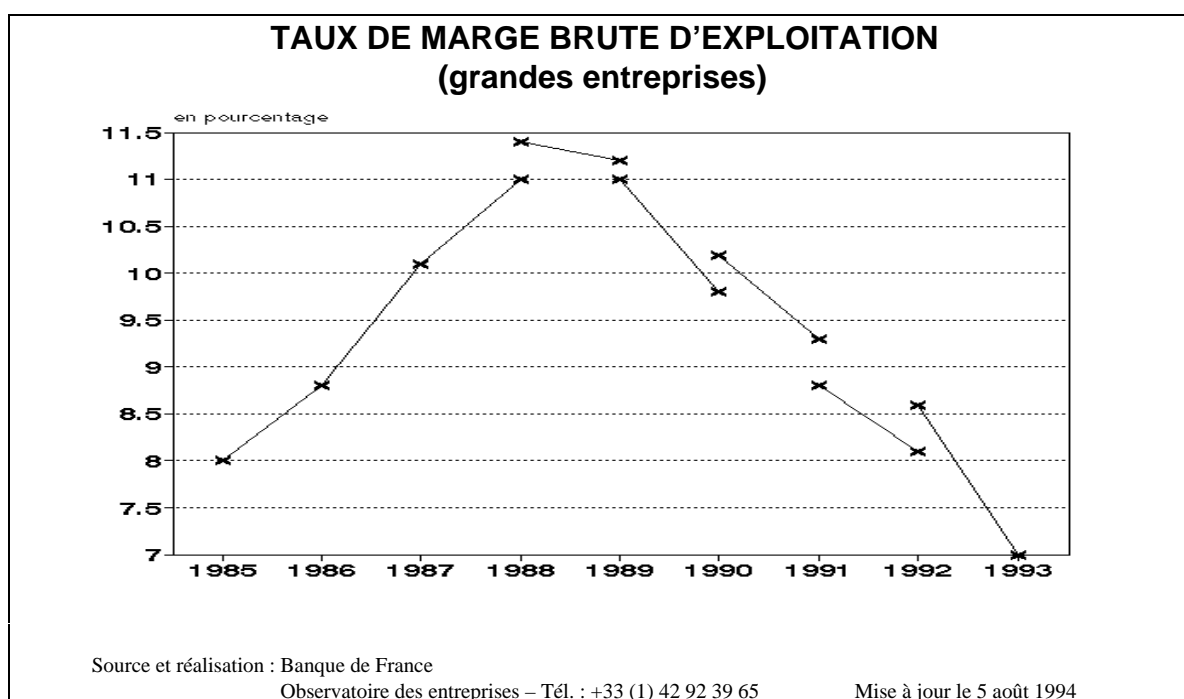
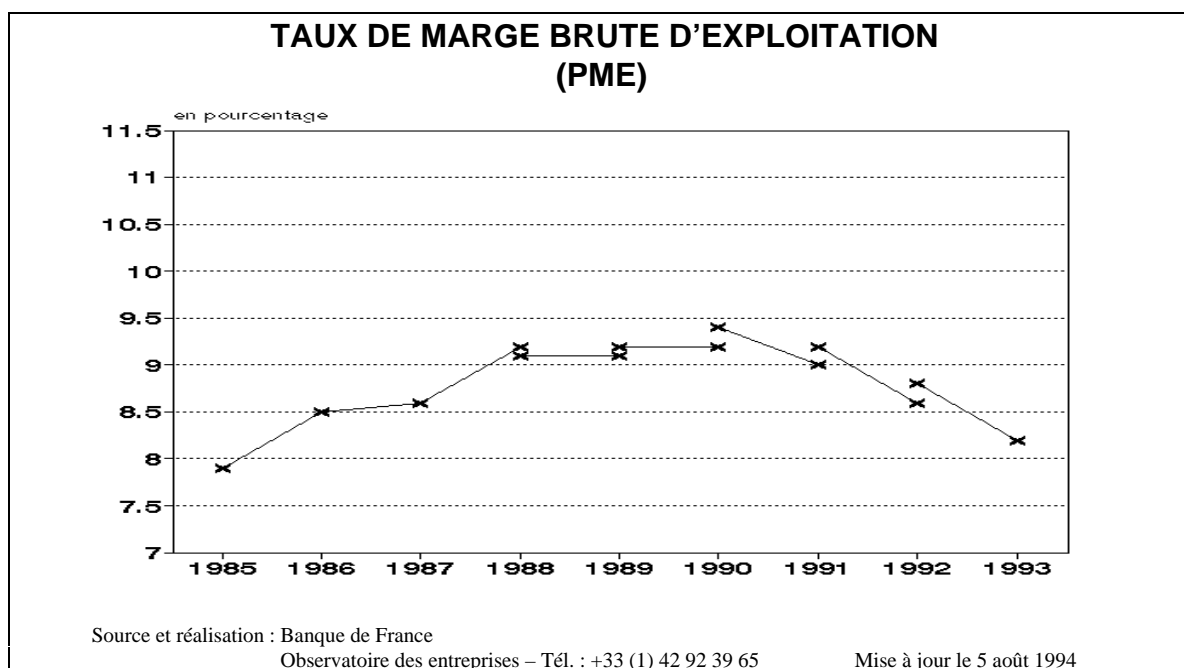
Le mouvement de repli des taux de marge et de rentabilité d'exploitation amorcé en 1990 s'est donc poursuivi en 1993. Il a pratiquement effacé la hausse enregistrée de 1985 à 1990. Seul le taux de marge des PME est resté supérieur au niveau de 1985. Toutefois, ce bas niveau a été atteint en 1993 dans un contexte de récession, alors qu'en 1984-1985, l'économie était en légère expansion.

<sup>1</sup> Mesuré par le ratio investissement productif/valeur ajoutée

<sup>2</sup> Tous les graphiques sur longue période sont effectués d'après une série d'échantillons constants sur deux années consécutives : des différences de niveau peuvent apparaître entre les chiffres d'un même exercice.

<sup>3</sup> Taux de marge brute d'exploitation = excédent brut d'exploitation Centrale de bilans/ chiffre d'affaires élargi hors taxe

<sup>4</sup> Rentabilité brute du capital d'exploitation = excédent brut d'exploitation Centrale de bilans/capital d'exploitation



Stables dans les PME, les produits financiers se sont accrus dans les grandes firmes où ils représentent respectivement 2,5 % et 7,6 % de la valeur ajoutée en 1993. Leur développement a permis d'atténuer les effets de la baisse des résultats d'exploitation, sans toutefois empêcher un nouveau déclin de la rentabilité financière.

### 3.2. La répartition de la valeur ajoutée

La répartition de la valeur ajoutée globale <sup>1</sup> a été fortement influencée par le recul de l'activité.

Malgré la contraction des frais de personnel, la baisse de la valeur ajoutée globale s'est traduite par une augmentation relative de la part allouée aux salariés (+ 3,5 points dans les grandes firmes, contre + 1,6 point dans les PME).

Toutes entreprises confondues, le poids de l'impôt sur les sociétés a diminué de 0,3 point <sup>2</sup> du fait du recul des bénéficiaires.

La richesse revenant aux actionnaires et aux associés a progressé : l'augmentation des dividendes versés au titre de l'exercice 1992 a été supérieure à la contraction des intérêts payés. Dans les grandes entreprises, les mouvements observés dans les distributions de bénéfices n'ont concerné qu'un nombre restreint de firmes.

La baisse du volume de l'endettement et la diminution des taux ont entraîné un repli de 4,9 % des intérêts versés aux prêteurs. Rapportée à la valeur ajoutée globale, la part relative des autres bailleurs de fonds est demeurée stable.

Au total, la ponction opérée par les différents partenaires laisse à l'entreprise une fraction de richesse inférieure à celle de 1992, la plus forte variation ayant touché les grandes entreprises (- 5,5 points, contre - 2,6 points dans les PME). Le rapport autofinancement/valeur ajoutée demeure, notamment dans les PME, supérieur à celui observé en 1984-1985.

## 4. Les structures financières se sont améliorées <sup>3</sup>

Les firmes industrielles françaises de l'échantillon étudié ont continué à renforcer leurs structures de bilans, confirmant la tendance amorcée au milieu des années quatre-vingt.

Les entreprises ont vu leurs besoins de financement se restreindre : l'atonie de la demande ne les a pas incitées à investir et les besoins en fonds de roulement d'exploitation se sont fortement réduits : ils ne représentaient plus que 62 jours de chiffre d'affaires, contre 65 jours en 1992. Dans les grandes entreprises, l'ampleur de la baisse a atteint 5 jours d'activité. Elle s'explique par un allègement des stocks et des charges nées du crédit interentreprises, mais également par une progression des dettes diverses d'exploitation.

Il en est résulté des taux d'autofinancement élevés <sup>4</sup> au regard des dix années passées (plus de 100 % dans les PME), qui confirment la tendance des sociétés non financières à dégager, en termes de comptabilité nationale, une capacité de financement <sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Valeur ajoutée + produits et charges hors exploitation.

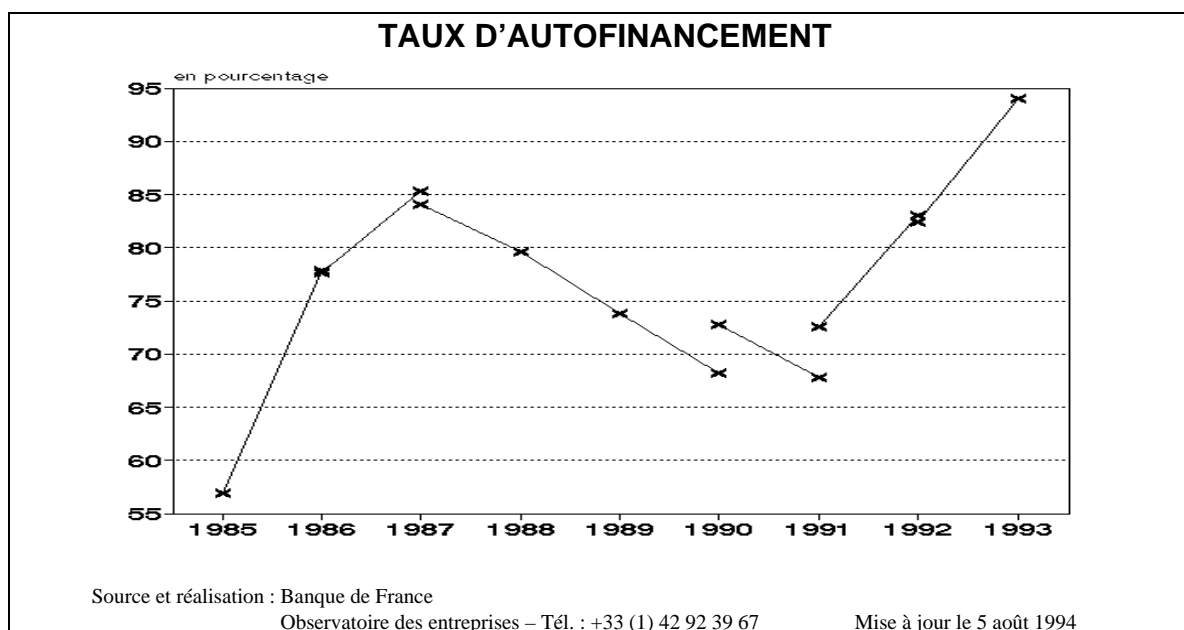
<sup>2</sup> PME : - 0,4 point, grandes entreprises : - 0,2 point.

<sup>3</sup> Cf. renvoi du titre du paragraphe 3

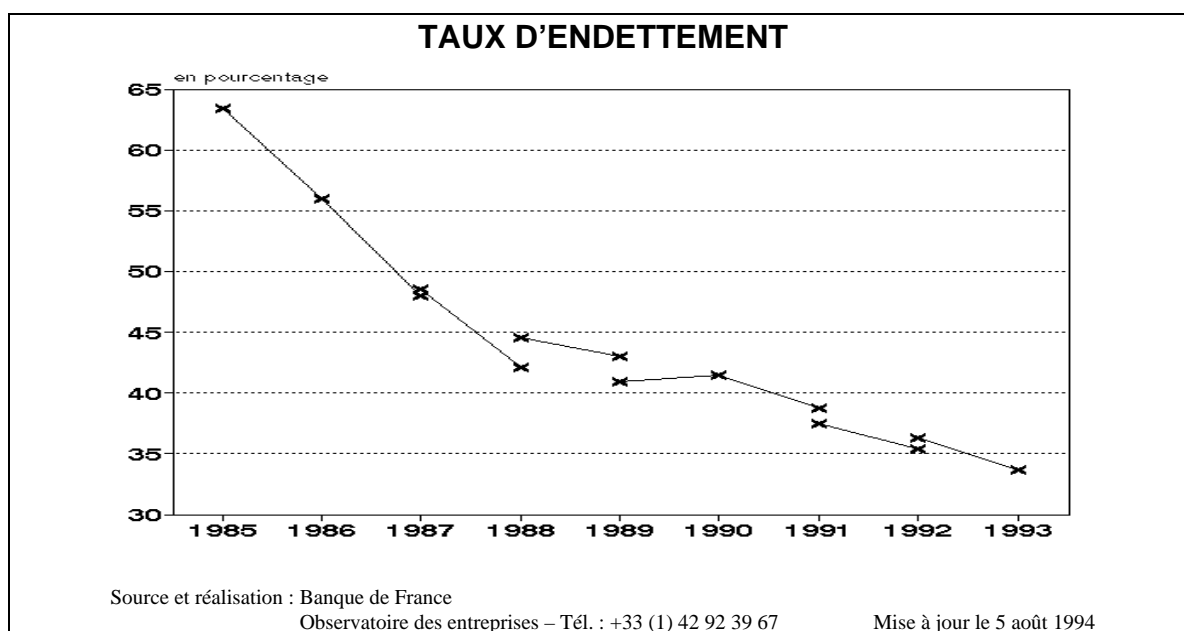
<sup>4</sup> Autofinancement/emplois

<sup>5</sup> Cf. les comptes de la Nation 1993





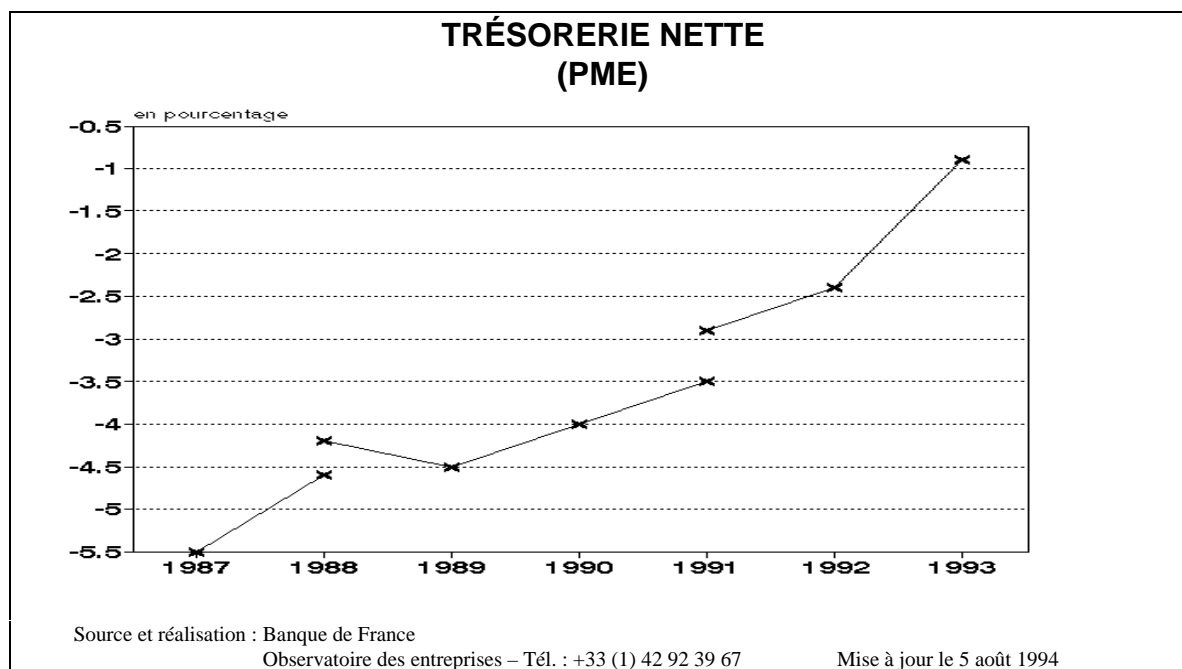
L'endettement a diminué dans les firmes de moins de 500 salariés et s'est stabilisé dans les autres sociétés. L'autonomie financière a continué à se renforcer : le taux d'endettement (endettement/financement propre) s'est en effet inscrit à un niveau de moitié inférieur à celui de 1984-1985.



Dans les grandes entreprises, les modifications dans la composition de l'endettement se sont poursuivies selon la logique des années précédentes : le moindre recours aux crédits bancaires courants a entraîné un nouveau recul du taux d'intermédiation bancaire<sup>1</sup> (- 4,6 points).

<sup>1</sup> Taux d'intermédiation bancaire = endettement bancaire/endettement

L'augmentation du financement propre des sociétés et l'appel plus important des grandes entreprises aux marchés financiers (obligations) ont renforcé le financement stable, améliorant le taux de couverture des capitaux investis<sup>1</sup> et la trésorerie nette<sup>2</sup>. Celle-ci a atteint son meilleur niveau des dix dernières années, les PME confirmant ainsi l'amélioration qu'elles avaient entamée dans la seconde moitié des années quatre-vingt.



## 5. Les annuités d'emprunts ont moins pesé sur la trésorerie

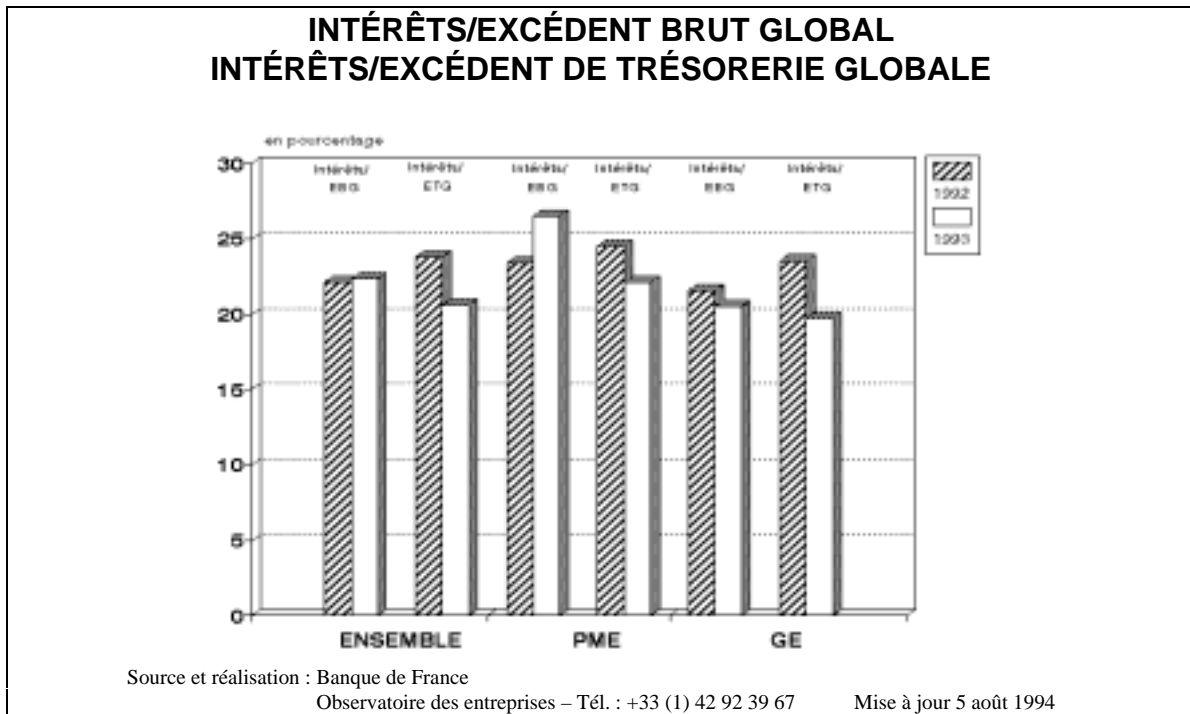
Les intérêts versés au groupe et aux associés ont diminué en 1993, plus fortement dans les grandes entreprises (-18,1 %) que dans les PME (-4,3 %). Ceux distribués aux prêteurs se sont également repliés en raison principalement de la réduction, liée à la baisse des taux d'intérêt, du coût moyen de l'endettement. Ce mouvement a été amplifié dans les PME par la diminution des capitaux empruntés.

Globalement, les charges financières<sup>3</sup> ont reculé de 9,4 %. Toutefois, la contrainte de solvabilité, mesurée par le ratio charges financières/excédent brut global, s'est légèrement aggravée en raison de la baisse importante de l'excédent brut global. Cette détérioration a concerné un peu plus d'une société de l'échantillon sur deux.

<sup>1</sup> Financement stable/capitaux investis

<sup>2</sup> Trésorerie nette = financement stable – actifs immobilisés – besoins en fonds de roulement

<sup>3</sup> Charges financières = intérêts versés aux associés + intérêts versés aux prêteurs



Sur le plan de la trésorerie, l'évolution de la situation des entreprises a été plus favorable. En effet, l'excédent de trésorerie globale (ETG)<sup>1</sup> s'est, contrairement à l'excédent brut global, stabilisé grâce à la diminution des besoins en fonds de roulement. Dans ces conditions, les sociétés industrielles françaises ont consacré en 1993 une fraction moins importante de leur excédent de trésorerie globale aux charges financières d'une part, aux remboursements en capital d'autre part. Au total, les annuités d'emprunts ont moins pesé sur la trésorerie, tant dans les PME que dans les grandes entreprises, le mouvement étant plus prononcé chez les premières.

<sup>1</sup> Excédent de trésorerie globale = excédent brut global – variation des besoins en fonds de roulement

# ENQUÊTE SUR LES TAUX DES CRÉDITS AU LOGEMENT – ANNÉE 1993

Dans un contexte marqué par un repli général des taux d'intérêt (d'une fin d'année à l'autre, les taux directeurs ont baissé de près de 300 points de base), les crédits au logement ont poursuivi, en l'amplifiant, le mouvement de détente amorcé en 1992.

Les établissements prêteurs ont accompagné la baisse des taux sur les marchés financiers tout en restant attentifs à préserver leurs marges. Ils ont continué de privilégier la qualité des dossiers présentés par les emprunteurs, veillant au montant de l'apport personnel, à la capacité d'endettement, ainsi qu'à la situation professionnelle et aux garanties offertes. Aussi la dispersion des taux effectivement pratiqués, parfois même au sein d'un même établissement, est-elle restée significative, même s'il ressort de l'évolution globale des conditions tarifaires une certaine homogénéisation des barèmes affichés.

Les crédits distribués ont été le plus souvent assortis de conditions fixes, les formules à taux variable étant peu demandées par les emprunteurs. Seuls les nouveaux produits, comme les prêts à échéances modulables ou à taux révisables mais assortis d'un plafond à la hausse, ont suscité un certain intérêt de la part de la clientèle.

Devant l'ampleur de la baisse des taux, les demandes de renégociation de prêts se sont accrues mais les établissements de crédit n'ont, dans l'ensemble, réservé une suite favorable qu'à un nombre limité de dossiers.

---

PASCAL DUBACQ

*Direction générale des Études  
Direction de la Conjoncture*

## 1. Vue d'ensemble des résultats de l'enquête <sup>1</sup>

La détente des conditions débitrices qui avait été relativement modérée en 1992, s'est accentuée en 1993 pour la totalité des types de concours recensés. Sur l'ensemble de l'année, le repli a été substantiel, de l'ordre de 1,5 à 2 points. La tendance baissière a commencé dès le deuxième trimestre 1993, et après les tensions apparues sur les marchés de change durant l'été, la baisse des conditions tarifaires a repris, favorisée par la décline des taux directeurs, et par la concurrence qui s'est développée entre établissements bancaires dans le domaine des prêts immobiliers.

Confrontés à la faiblesse de la demande de financement du secteur productif, les établissements de crédit ont poursuivi leurs efforts de prospection en direction des ménages, vis-à-vis desquels le prêt immobilier constitue souvent un produit d'appel. Eu égard à l'atonie du marché immobilier, la concurrence s'est avivée au cours du dernier trimestre ; aussi, les écarts de taux entre les différents réseaux ont-ils été réduits. Tous les intermédiaires financiers ont suivi le mouvement de baisse, parfois avec retard, et dans des proportions variables. Ainsi, les établissements bancaires, soucieux de préserver leurs marges, ont répercuté graduellement la baisse du loyer de l'argent, tandis que les établissements qui ne disposent pas de ressources sous forme de dépôts ont reconstitué leurs marges que les taux élevés sur les marchés financiers avaient érodées.

L'analyse par type de réseaux souligne l'assez grande homogénéité des barèmes affichés, puisque les écarts de taux moyens n'excèdent pas 0,8 point pour les crédits acquéreurs. Globalement, les offres les plus attractives ont été celles des banques généralistes. Toute conclusion définitive en la matière reste cependant fragile eu égard à l'étroitesse de la bande de variation des taux affichés entre réseaux. Par ailleurs, comme les organismes de crédit ont poursuivi leur offre de conditions tarifaires différenciées en fonction de la qualité des dossiers présentés et du risque attaché à la situation personnelle de chaque emprunteur, la dispersion des taux pratiqués réellement au sein de chaque établissement n'est pas négligeable, et reflète autant l'appréciation du risque-client que la concurrence entre réseaux.

L'écart de taux pratiqués pour les crédits promoteurs est un peu plus élevé, de l'ordre de 1,30 point : la prise en compte du risque lié à la profession a limité la décline des taux consentis aux professionnels.

Enfin, l'écart de taux entre les prêts conventionnés et les prêts libres apparaît toujours très réduit ou nul, voire même parfois négatif.

D'une manière générale, les dossiers traités ont été le plus souvent assortis de conditions fixes. Les formules à taux variable, référencées majoritairement sur le TME ou le TIOP, ne représentent, selon les types de prêts, qu'entre 16 % et 17,80 % de l'ensemble des crédits. De façon générale, l'avantage initial en terme de nominal des formules à taux variable, qui ne dépasse pas 0,5 point en moyenne, ne paraît pas suffisamment incitatif pour attirer une clientèle qui n'anticipe plus de baisse importante des taux sur les marchés financiers et qui manifeste toujours une certaine réticence devant l'impossibilité de connaître le montant exact de ses remboursements futurs. De plus, les emprunteurs espèrent pouvoir demander une renégociation tarifaire de leurs prêts à taux fixe en cas de nouvelle baisse significative des taux.

Seuls de nouveaux produits proposés par certains établissements, comme des prêts à échéances modulables ou à taux variable plafonnés à la hausse ont pu trouver un accueil favorable.

<sup>1</sup> La méthodologie de cette enquête est exposée en annexe.

La décre des taux immobiliers a suscité une multiplication des demandes de renégociations d'anciens prêts, mais l'attitude des prêteurs est demeurée assez restrictive. Généralement réservées aux clients dont la situation financière est particulièrement solide ou qui offrent des garanties complémentaires, les révisions de taux ont été accordées avec parcimonie.

## 2. Taux des crédits promoteurs

<b>TAUX MOYENS</b>	
<i>(en pourcentage)</i>	
Fin décembre 1992.....	12,10
Fin juin 1993.....	10,89
Fin décembre 1993.....	10,05

Après la légère hausse enregistrée en 1992, une diminution des conditions tarifaires est globalement constatée en 1993.

La plupart des établissements de crédits ont encore proposé des taux supérieurs ou égaux à 12 % au cours du premier semestre. À partir du mois de juin, les taux ont été ajustés à la baisse dans la totalité des réseaux et dans l'ensemble des régions. Toutefois, la décre a été limitée par la prise en compte des risques liés à la situation financière des professionnels. Les établissements de crédit ont continué à opérer une sélection rigoureuse des dossiers. Pour le financement des rares opérations nouvelles, ils ont, en général, assorti leurs engagements de garanties très strictes en matière notamment de taux de précommercialisation (au moins 30 %) et d'apport minimum en fonds propres. Pour tenir compte des délais d'écoulement des stocks, la durée moyenne des prêts a été allongée. L'écart entre les taux effectivement pratiqués s'est resserré du fait d'une augmentation des taux les plus bas. Les conditions débitrices les plus avantageuses n'ont été proposées que par les établissements de crédit importants et de préférence aux promoteurs associés à un groupe.

Au total, compte tenu des marges et commissions d'engagement habituelles, les conditions moyennes à la fin de 1993 s'étagaient selon les réseaux entre 10,02 % et 11,33 %, contre 11,74 % et 12,68 % un an plus tôt.

## 3. Taux des prêts conventionnés

<b>TAUX MOYENS</b>			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Taux fixes		Taux variables
	10-15 ans	16-20 ans	
Fin décembre 1992.....	10,53	10,75	10,26
Fin juin 1993.....	9,60	9,77	9,50
Fin décembre 1993.....	8,78	8,92	8,71

L'évolution des taux moyens pratiqués par les différents réseaux a suivi la baisse sensible des taux de référence définis par le Crédit foncier de France (– 1,85 % point entre janvier et novembre). En fin

de période, les barèmes, selon les réseaux, se situaient à l'intérieur d'une fourchette 8,60 %-9 %, contre 10,31 %-10,76 % à fin 1992, pour les prêts d'une durée inférieure à 15 ans. Pour les échéances plus longues, les taux moyens évoluaient entre 8,67 % et 9,26 %, contre 10,47 % et 11,05 % un an auparavant.

À fin décembre 1993, la bande de variation des taux variables pratiqués était très étroite : entre 8,44 % et 8,78 %.

Les prêts conventionnés ont de nouveau subi la concurrence des prêts du secteur libre : la relative uniformisation des taux pratiqués, quel que soit le type de prêts, explique pour partie la décline de la part des prêts conventionnés dans le total des concours octroyés aux ménages.

Tous réseaux confondus, les formules à taux variable représentent 17,5 % de l'ensemble des prêts conventionnés distribués en 1993. Comme les années précédentes, ce sont les réseaux mutualistes qui ont le plus placé de prêts à taux variable ; en particulier le réseau du Crédit mutuel a accordé plus de 48 % de ses concours sous cette forme, alors que les banques AFB n'en ont distribué que 5 %.

#### 4. Taux des prêts à moyen terme

<b>TAUX MOYENS</b>	
	<i>(en pourcentage)</i>
Fin décembre 1992.....	10,95
Fin juin 1993.....	9,94
Fin décembre 1993.....	9,10

Ces concours, plus spécialement destinés au financement d'acquisition dans l'ancien ou de travaux d'entretien-amélioration, ont également connu une baisse de leurs conditions nominales, qui a atteint environ 1,85 point en fin de période. La fourchette des taux moyens à fin 1993 était de 8,89 %-9,25 %, contre 10,31 %-11,9 % un an auparavant ; le barème le plus attractif était affiché par le réseau des banques populaires.

#### 5. Taux des prêts à long terme éligibles au marché hypothécaire

<b>TAUX MOYENS</b>			
	Taux fixes		Taux variables
	10-15 ans	16-20 ans	
Fin décembre 1992.....	10,77	10,95	10,64
Fin juin 1993.....	9,68	9,84	9,50
Fin décembre 1993.....	8,87	9,02	8,81

La tendance baissière déjà constatée en 1992 s'est amplifiée en 1993. À la fin décembre 1993, les taux effectifs globaux les plus couramment pratiqués se situaient entre 8,78 % et 9,01 % pour les concours d'une durée inférieure ou égale à 15 ans et entre 8,86 % et 9,50 % pour les échéances plus

longues. Ainsi, les conditions débitrices proposées ont pu être parfois plus avantageuses que celles des prêts conventionnés.

Les conditions moyennes des prêts à taux variable s'élevaient entre 8,61 % et 8,85 %.

La part de marché des prêts à taux variable dans l'ensemble des prêts éligibles s'établit à 16 %. Les réseaux mutualistes, notamment celui du Crédit agricole avec une proportion de 24 %, ont été les plus engagés dans la distribution de prêts à taux variable. De leur côté, les banques généralistes n'ont octroyé qu'un peu plus de 10 % de leurs concours sous cette forme.

## 6. Taux des prêts à long terme non éligibles au marché hypothécaire

<b>TAUX MOYENS</b>			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Taux fixes		Taux variables
	10-15 ans	16-20 ans	
Fin décembre 1992.....	10,79	10,07	10,93
Fin juin 1993.....	9,68	9,90	9,49
Fin décembre 1993.....	8,97	9,15	8,67

La diminution des conditions débitrices a également concerné l'ensemble de ce compartiment. Pour les prêts à taux fixe les conditions moyennes s'établissaient en fin de période entre 8,95 % et 9,10 % pour les prêts d'une durée inférieure ou égale à 15 ans, et entre 9,02 % et 9,80 % pour des durées supérieures.

Les taux variables moyens pratiqués s'inscrivaient entre 8,56 % et 8,88 % pour une durée moyenne légèrement supérieure à 13 ans. Bien qu'affichant un taux nominal plus attractif, les formules à taux variable n'ont représenté que 18 % de l'ensemble des prêts non éligibles, mais leur part de marché a été très variable selon les réseaux puisqu'elle atteint par exemple 44 % dans le cas du réseau du Crédit mutuel.



## MÉTHODOLOGIE DE L'ENQUÊTE

L'enquête sur les taux des crédits à l'habitat, effectuée dans le cadre de l'enquête annuelle sur le logement, est réalisée avec le concours des succursales de la Banque de France.

Seuls entrent dans le champ de cette étude les concours assortis de taux liés aux conditions du marché, ainsi que les prêts conventionnés, dont le coût, certes réglementé par le Crédit foncier de France (CFF), varie néanmoins suivant les organismes distributeurs<sup>1</sup>. En revanche, les prêts directement aidés par l'État (PAP et PLA) et les prêts principaux d'épargne-logement ne sont pas retenus.

Poursuivant une chronique déjà ancienne portant sur les prêts à taux fixe, cette enquête vise également à mieux appréhender les données relatives aux prêts à taux révisable.

Les établissements interrogés ont indiqué le taux effectif global (TEG) le plus couramment pratiqué, pour chaque catégorie de crédit recensée, comprenant les frais, commissions ou rémunérations de toute nature à l'exclusion, toutefois, des frais d'assurance.

Conformément aux dispositions de la loi bancaire de 1984 et en raison de leur politique commerciale décentralisée, les Caisses d'épargne et de prévoyance sont incluses dans le champ de l'enquête ; la grille d'analyse porte donc sur les catégories d'établissements suivantes :

- Banques AFB,
- Banques populaires,
- Caisses de Crédit agricole,
- Caisses de Crédit mutuel et coopératif,
- Caisses d'épargne.

Enfin, comme les années précédentes, les modifications qui ont pu intervenir dans la composition de l'échantillon ainsi que dans la fidélité des réponses, ont entraîné quelques différences dans les valeurs moyennes calculées pour une même date de référence (décembre N – 1) entre deux exploitations annuelles successives.

### *Crédits accordés à taux fixe*

Afin d'obtenir des résultats globaux significatifs aux plans régional et national, les taux ainsi collectés ont été pondérés :

- pour les crédits promoteurs, à l'aide de coefficients tirés des statistiques d'encours élaborées au niveau national par la Banque de France (Direction des Études et Statistiques monétaires),
- pour les crédits acquéreurs, à l'aide de coefficients établis sur la base des centralisations régionales des dépôts et crédits — encours de crédits à l'habitat — effectuées par la Banque de France (Direction de la Conjoncture).

### *Crédits accordés à taux variable ou révisable*

En l'absence d'informations sur les masses financières correspondantes, il n'a pas été utilisé de pondérations et seules des moyennes arithmétiques simples des taux effectifs globaux ont été calculées.

<sup>1</sup> Le taux de référence calculé par le CFF et augmenté d'une marge proportionnelle à la durée des concours constitue en effet un taux plafond au-dessous duquel les intermédiaires financiers peuvent librement fixer leurs conditions.

Tableau 1

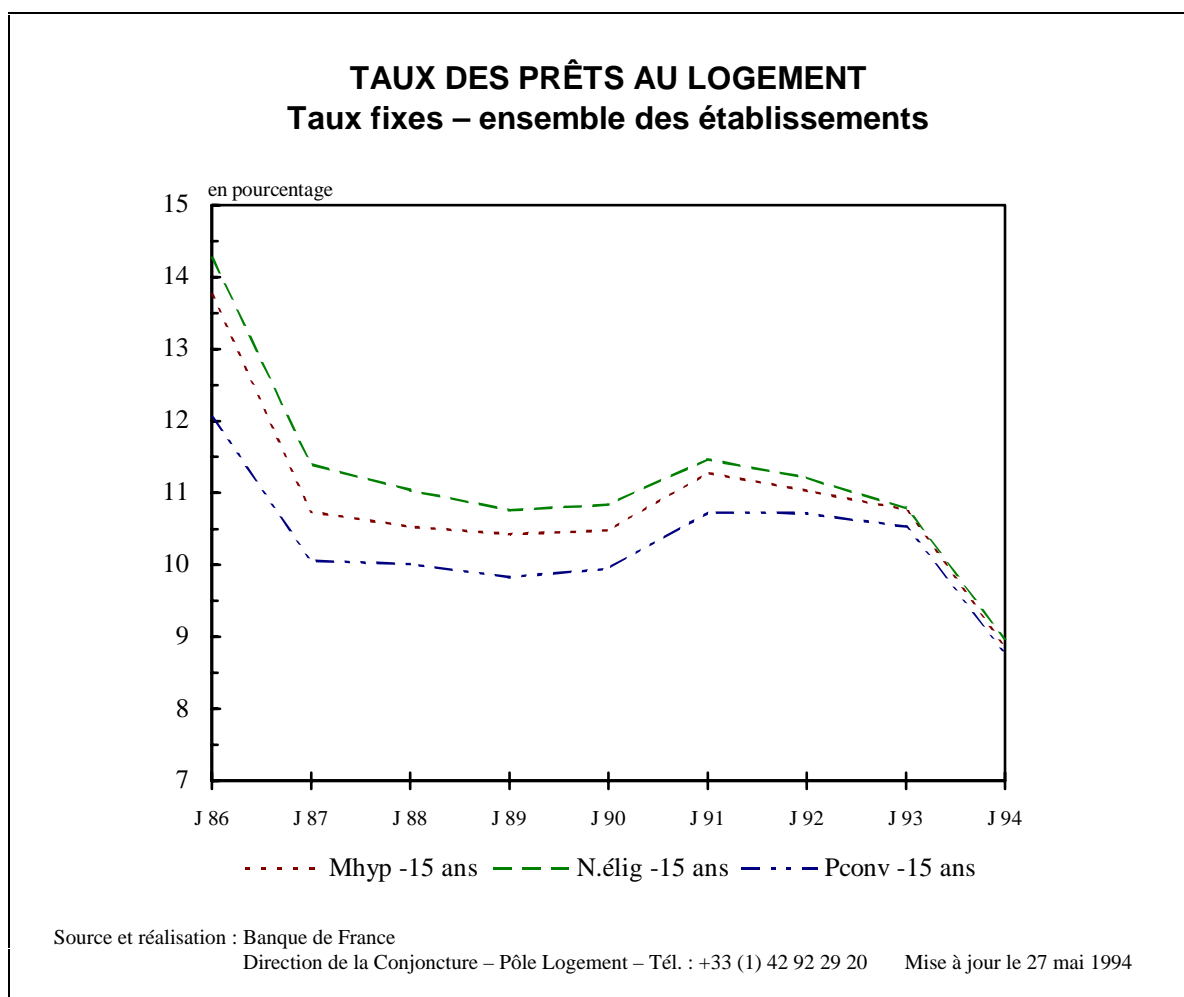


Tableau 2

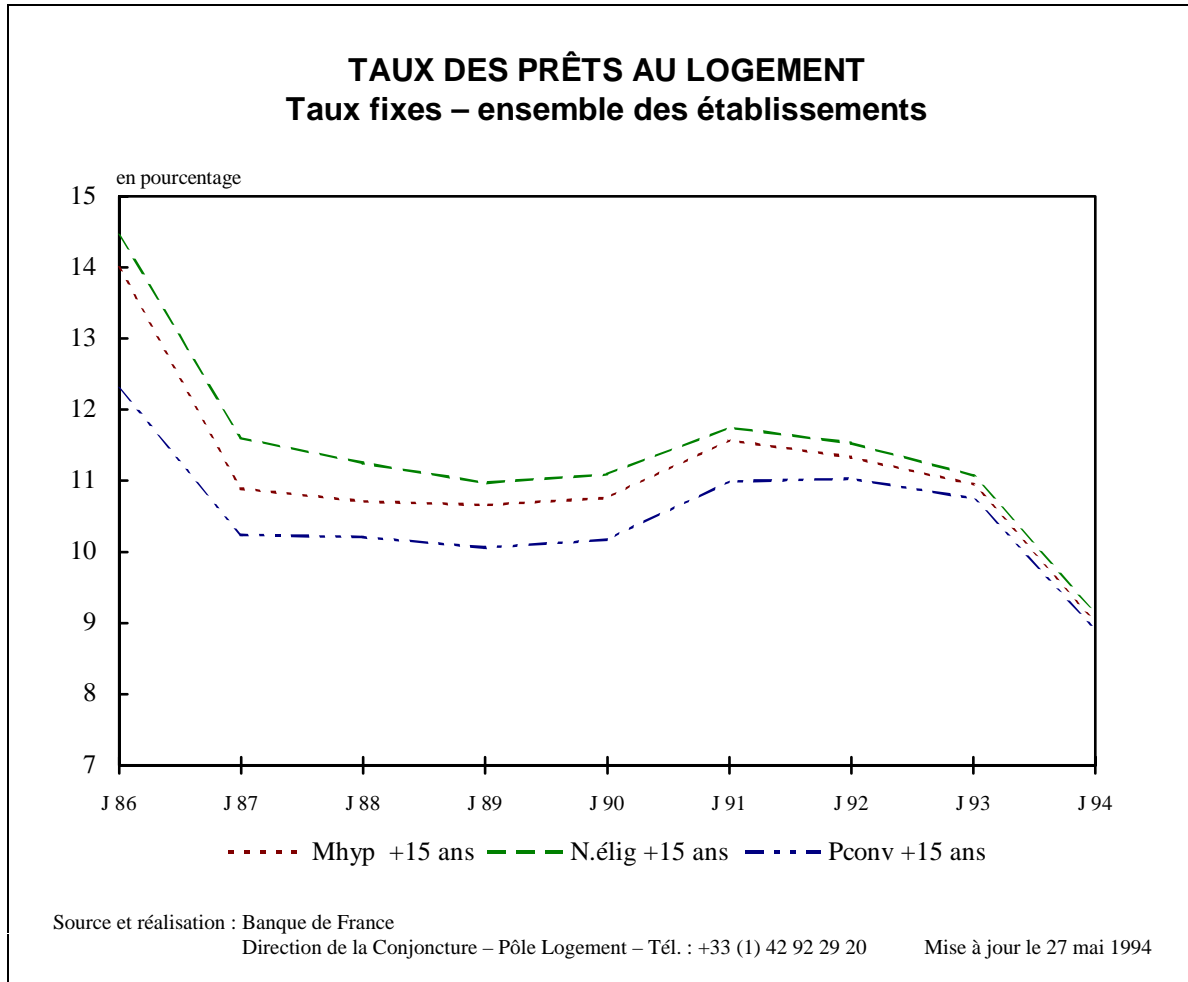


Tableau 3

**TAUX DES CRÉDITS IMMOBILIERS****Moyennes taux fixes – ensemble des réseaux**

Crédits	décembre 1992	juin 1993	décembre 1993
Crédits promoteurs.....	12,61	10,89	10,05
Crédits moyen terme.....	10,95	9,94	9,10
Prêts conventionnels – 15 ans..	10,53	9,60	8,78
Prêts conventionnels + 15 ans..	10,75	9,77	8,92
Long terme éligibles – 15 ans..	10,77	9,68	8,87
Long terme éligibles + 15 ans..	10,95	9,84	9,02
Long terme non éligibles – 15 ans	10,79	9,70	8,97
Long terme non éligibles + 15 ans	11,07	9,90	9,15

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : +33 (1) 42 92 29 20

Mise à jour le 27 mai 1994

Tableau 4

**TAUX DES CRÉDITS IMMOBILIERS****Moyennes taux variables – ensemble des réseaux**

Crédits	juin 1993	décembre 1993
Prêts conventionnés.....	9,50	8,71
Long terme éligibles.....	9,64	8,81
Long terme non éligibles.....	9,49	8,67

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : +33 (1) 42 92 29 20

Mise à jour le 27 mai 1994

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

---

---

## Bulletin officiel Banque de France

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### **Communiqué de la Banque de France – Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % octobre 2004, 8,50 % octobre 2008, 6 % octobre 2025**

– en date du 2 août 1994

Le jeudi 4 août 1994 à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 19 et 21 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard de francs par tranche.

#### 1. OAT 6,75 % octobre 2004 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 135 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 25 août 1994, soit 112,44 francs par obligation.

#### 2. OAT 8,50 % octobre 2008 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2008.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 25 août 1994, soit 141,59 francs par obligation.

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

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 25 août 1994, soit 99,95 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 août 1994.

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

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

- jusqu'au jeudi 4 août 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 5 août 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 6,75 % OCTOBRE 2004</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
96,68	50 000 000	50 000 000	96,68
96,64	700 000 000	750 000 000	96,64
96,62	1 100 000 000	1 850 000 000	96,63
96,60	5 750 000 000	7 600 000 000	96,61
96,58	4 300 000 000	11 900 000 000	96,60
96,56	1 305 000 000	13 205 000 000	96,59
96,56	3 045 000 000	16 250 000 000	96,59
96,54	2 100 000 000	18 350 000 000	96,58
96,52	850 000 000	19 200 000 000	96,58
96,50	650 000 000	19 850 000 000	96,58
96,48	1 500 000 000	21 350 000 000	96,57
96,46	900 000 000	22 250 000 000	96,57
96,44	300 000 000	22 550 000 000	96,56
96,42	300 000 000	22 850 000 000	96,56
96,40	1 200 000 000	24 050 000 000	96,55
96,38	250 000 000	24 300 000 000	96,55
96,30	1 000 000 000	25 300 000 000	96,54
96,20	2 500 000 000	27 800 000 000	96,51
Prix limite retenu : 96,56 % (taux de rendement : 7,23 %) Demandes servies à ce prix limite : 30,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 96,59 % (taux de rendement : 7,23 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 7 juillet 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	16 000	13 205	- 2 795
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,70	7,23	- 0,47
– au prix moyen pondéré.....	7,69	7,23	- 0,46



<b>OAT 8,50 % OCTOBRE 2008</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
109,32	50 000 000	50 000 000	109,32
109,30	350 000 000	400 000 000	109,30
109,28	500 000 000	900 000 000	109,29
109,26	250 000 000	1 150 000 000	109,28
109,24	300 000 000	1 450 000 000	109,27
109,22	750 000 000	2 200 000 000	109,26
109,20	750 000 000	2 950 000 000	109,24
109,18	250 000 000	3 200 000 000	109,24
109,16	400 000 000	3 600 000 000	109,23
109,14	100 000 000	3 700 000 000	109,23
109,12	250 000 000	3 950 000 000	109,22
109,10	100 000 000	4 050 000 000	109,22
109,08	50 000 000	4 100 000 000	109,21
109,06	50 000 000	4 150 000 000	109,21
109,02	50 000 000	4 200 000 000	109,21
109,00	1 250 000 000	5 450 000 000	109,16
108,96	100 000 000	5 550 000 000	109,16
108,94	100 000 000	5 650 000 000	109,15
108,84	300 000 000	5 950 000 000	109,14
Prix limite retenu : 109,20 % (taux de rendement : 7,42 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 109,24 % (taux de rendement : 7,42 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 2 décembre 1993	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	2 050	2 950	900
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	6,31	7,42	1,11
– au prix moyen pondéré .....	6,31	7,42	1,11

<b>OAT 6 % OCTOBRE 2025</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
79,28	200 000 000	200 000 000	79,28
79,26	200 000 000	400 000 000	79,27
79,22	950 000 000	1 350 000 000	79,23
79,18	500 000 000	1 850 000 000	79,22
79,16	1 100 000 000	2 950 000 000	79,20
79,14	150 000 000	3 100 000 000	79,19
79,12	150 000 000	3 250 000 000	79,19
79,10	450 000 000	3 700 000 000	79,18
79,08	300 000 000	4 000 000 000	79,17
79,06	100 000 000	4 100 000 000	79,17
79,04	150 000 000	4 250 000 000	79,17
79,02	100 000 000	4 350 000 000	79,16
79,00	150 000 000	4 500 000 000	79,16
78,98	200 000 000	4 700 000 000	79,15
78,96	50 000 000	4 750 000 000	79,15
78,80	1 000 000 000	5 750 000 000	79,09
78,60	300 000 000	6 050 000 000	79,06
Prix limite retenu : 79,14 % (taux de rendement : 7,80 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 79,19 % (taux de rendement : 7,79 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 7 juillet 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	2 850	3 100	250
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	8,30	7,80	- 0,50
– au prix moyen pondéré.....	8,29	7,79	- 0,50

– *Résultat global de l'adjudication du 5 août 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 4 août 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 651 millions de francs pour les offres d'avant séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des obligations assimilables du Trésor de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 19 255 millions de francs.

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 19 906 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 6,75 % octobre 2004 .....	13 205	163		13 368
OAT 8,50 % octobre 2008 .....	2 950			2 950
OAT 6,00 % octobre 2025 .....	3 100	488		3 588
<b>TOTAL .....</b>	<b>19 255</b>	<b>651</b>		<b>19 906</b>
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Journal officiel du 16 juin 1994 –  
Seuils de l'usure applicables à compter du  
1<sup>er</sup> juillet 1994**

<b>COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 2 <sup>e</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 1994
<b>DÉCOUVERTS EN COMPTE</b>		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	12,29	16,39
<b>AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS</b>		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	11,23	14,97
<b>PRÊTS CONSENTIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT</b>		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs .....	11,10	14,80
<b>PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE &gt; À 2 ANS À TAUX FIXE</b>		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,47	12,63
<b>PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE &gt; À 2 ANS À TAUX VARIABLE</b>		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,03	12,04
<p><i>Note</i> : Les taux moyens ainsi que la commission de plus fort découvert ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.</p> <p><i>Commissions de plus fort découvert</i> :</p> <p>Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1994 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.</p> <p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>		

<b>COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 2 <sup>e</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> juillet 1994
<b>CRÉDITS DE TRÉSORERIE</b>		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs .....	16,00	21,33
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs .....	13,40	17,87
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs .....	11,98	15,97
<b>CRÉDITS IMMOBILIERS</b>		
– Prêts relais .....	9,55	12,73
– Prêts immobiliers à taux fixe .....	8,87	11,83
– Prêts immobiliers à taux variable .....	9,04	12,05
<i>Note</i> : Les taux moyens ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux particuliers effectuée par la Banque de France. Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études		

**Bulletin officiel  
Comité de la réglementation  
bancaire**

***Règlement n° 94-02 du Comité de la réglementation bancaire publié au Journal officiel du 17 août 1994 (Arrêté du 27 juillet 1994)***

***Arrêté du 27 juillet 1994 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire***

Le ministre de l'Économie,

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

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

Arrête :

*Article 1<sup>er</sup>* – Le règlement n° 94-02 du 27 juillet 1994 du Comité de la réglementation bancaire annexé au présent arrêté est homologué.

*Article 2* – Le règlement n° 94-02 du 27 juillet 1994 est étendu aux services financiers de La Poste, à la Caisse des dépôts et consignations et aux comptables du Trésor assurant un service de dépôt de fonds aux particuliers.

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

ANNEXE

***Règlement n° 94-02 du 27 juillet 1994***

relatif à l'inscription en compte des titres de la clientèle par les établissements de crédit

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 33 (4°) ;

Vu la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, notamment son article 19 ;

Vu la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 modifiée sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, notamment son article 47 bis ;

Vu l'ordonnance n° 45-679 du 13 avril 1945 portant obligation pour les banques, les établissements financiers et certains organismes, de déposer en compte courant les bons du Trésor leur appartenant ;

Vu l'article 125A-III bis - 1° bis du Code général des impôts ;

Vu le décret n° 92-137 du 13 février 1992 relatif aux titres de créances négociables ;

Vu le règlement n° 92-03 modifié du 17 février 1992 relatif aux titres de créances négociables, notamment son article 14 ;

Vu le règlement n° 92-13 modifié du 23 décembre 1992 relatif à la fourniture de services bancaires en France par des établissements ayant leur siège social dans les autres États membres des Communautés européennes ;

Vu l'arrêté du 11 août 1993 portant homologation de modifications du règlement général du Conseil des bourses de valeurs relatives à la diffusion et aux procédures de première cotation, au marché à règlement mensuel et aux offres publiques de vente,

Décide :

*Article 1<sup>er</sup>* – Les opérations d'achat et de vente de valeurs mobilières effectuées sur un marché réglementé entrant dans le champ d'application de l'article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983 modifiée susvisée doivent être inscrites par les établissements de crédit aux comptes de titres des parties intéressées dans les conditions suivantes :

– le jour de la négociation ou, au plus tard, le lendemain de ce jour, dans le cas de titres achetés ou vendus au comptant ou à règlement immédiat,

– en fin de mois, si l'opération a été réalisée sur le marché à règlement mensuel, sous réserve que la position ait été levée et non reportée.

Les dispositions du présent article sont applicables aux cessions de titres intervenant sur le marché hors cote d'une bourse de valeurs.

*Article 2* – Les opérations d'achat et de vente de titres de créances négociables ainsi que de bons du Trésor qui sont effectuées sur un marché réglementé entrant dans le champ d'application de l'article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983 modifiée susvisée doivent être inscrites par les établissements de crédit aux comptes de titres des parties intéressées à la date du règlement et de la livraison, sauf convention spécifique entre les parties.

*Article 3* – Le présent règlement est applicable aux établissements ayant leur siège dans un autre État membre de l'Union européenne, visés à l'article 71-4 de la loi du 24 janvier 1984 modifiée susvisée.

L'article 5 du règlement n° 92-13 modifié susvisé est complété par la disposition suivante :

«– règlement n° 94-02 relatif à l'inscription en compte des titres de la clientèle par les établissements de crédit.»

***Décision n° 94-2 du 24 mars 1994  
définissant le régime des réserves  
obligatoires dans les départements d'outre-  
mer***

Le Conseil de la politique monétaire,  
Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 7, modifié par le décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France, notamment son article 13,

Après en avoir délibéré,

Décide :

*Article 1<sup>er</sup>* – Les établissements de crédit, à l'exception de la Caisse française de développement, qui exercent des activités dans les départements et dans les collectivités territoriales d'outre-mer où l'Institut d'émission des départements d'outre-mer assure le service de l'émission sont assujettis à réserves

obligatoires. Ils sont tenus de constituer un montant minimum de réserves sous forme de dépôts en francs non rémunérés à cet institut d'émission, dans les conditions définies aux articles suivants.

*Article 2* – Les réserves s'appliquent aux exigibilités et aux engagements hors bilan d'une durée initiale inférieure à deux ans, en francs ou en devises, ainsi qu'aux emplois en francs, énumérés ci-après, tels qu'ils résultent de la comptabilité, établie dans le cadre comptable de la réglementation bancaire, du siège et des agences installés dans lesdits départements et collectivités territoriales :

1. Exigibilités de toute nature, y compris sous forme de pensions, enregistrées à des comptes de résidents, à l'exception :

- de celles enregistrées aux comptes d'établissements assujettis ;
- des comptes et plans d'épargne-logement ;
- des comptes d'épargne populaire ;
- des comptes d'épargne-entreprise ;
- des premiers livrets des caisses d'épargne et de prévoyance ;
- des comptes espèces ouverts au titre des plans d'épargne en vue de la retraite ;
- des plans d'épargne populaire ;
- des plans d'épargne en actions.

2. Emplois sous forme :

- de crédits de toute nature, à l'exception des cautions et avals, consentis à des entreprises ou des personnes qui ne sont pas astreintes à constitution de réserves ;
- d'opérations de crédit-bail ;
- d'opérations de location assortie d'une option d'achat ;
- de valeurs mobilières autres que celles détenues à titre de participation ;
- de titres de créances négociables autres que les bons du Trésor et les certificats de dépôt.

3. Certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières et bons à moyen terme négociables détenus par des résidents, y compris ceux acquis par des résidents auprès de non-résidents dans la mesure où l'émetteur peut identifier les détenteurs.

4. Titres vendus à réméré à des résidents, à l'exception de ceux vendus à des établissements assujettis à réserves, lorsque la durée probable du réméré, appréciée selon les conditions définies par instruction de

l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, est inférieure à deux ans.

*Article 3* – Pour la détermination du montant minimal de réserves, les taux applicables aux divers éléments pris en considération sont fixés comme suit :

#### A. Exigibilités

Les exigibilités enregistrées à des comptes de résidents et visées à l'article 2 -1° ci-dessus sont assujetties aux taux de :

- 4,0 % pour les exigibilités à vue en francs à l'exception des comptes sur livret, y compris les pensions contre valeurs mobilières ou titres de créances négociables d'une durée initiale inférieure à dix jours, ainsi que pour les engagements hors-bilan d'une durée initiale inférieure à dix jours ;
- 2,0 % pour les comptes sur livret ;
- 0,5 % pour les autres exigibilités en francs, y compris les pensions contre valeurs mobilières ou titres de créances négociables ainsi que pour les engagements hors-bilan d'une durée initiale au moins égale à dix jours et inférieure ou égale à un an ;
- 0,0 % sur les autres exigibilités et engagements, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale supérieure à un an et inférieure à deux ans ;
- 0,0 % pour les exigibilités en devises.

La fraction des exigibilités soumises à réserves, égale ou inférieure à 15 millions de francs, n'est retenue que pour moitié.

#### B. Emplois

Les réserves ordinaires sur emplois sont calculées comme suit :

1. Crédits à court et moyen terme refinançables — sous la forme soit d'une décision de refinancement (accord de réescompte ou de classement) délivrée par l'Institut d'émission, soit d'un accord de principe, soit encore d'une délégation consentie aux établissements de crédit conformément aux conditions d'éligibilité définies dans les avis de l'Institut d'émission aux établissements de crédit —, prêts bancaires conventionnés, opérations de crédit-bail mobilier refinançables, crédits à court, moyen et long terme financés sur des ressources d'origine publique ou semi-

publique, emplois des institutions financières spécialisées qui ont compétence dans les départements d'outre-mer et dans la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon :

- taux zéro.

## 2. Emplois sous forme :

– de crédits à court, moyen et long terme autres que ceux visés au 1 ci-dessus ;  
 – d'opérations de crédit-bail mobilier non refinançables mises en place postérieurement au 1<sup>er</sup> juillet 1984 ;  
 – d'opérations de location assortie d'une option d'achat mises en place postérieurement au 1<sup>er</sup> janvier 1985 ;  
 – de valeurs mobilières émises par des entreprises résidentes, autres que celles détenues à titre de participation ;  
 – de titres de créances négociables autres que les bons du Trésor et les certificats de dépôt :

- 1,5 % sur le total des encours.

Des abattements peuvent être appliqués aux emplois, ainsi qu'aux réserves à constituer. Ils peuvent être différents selon la nature des éléments auxquels ils s'appliquent ainsi que selon les caractéristiques de l'activité des établissements assujettis.

3. Les établissements assujettis ont la faculté de déduire du montant des emplois bruts soumis à réserves ordinaires un pourcentage des ressources stables constituées par les fonds propres nets et par les emprunts obligataires, tels que définis ci-après, pourcentage égal à la part des emplois réalisés dans les départements d'outre-mer et la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon par rapport à la totalité des emplois :

– les fonds propres nets résultent de la différence entre le total du capital effectivement libéré, des réserves, des provisions, du report à nouveau et des émissions de titres participatifs répondant aux caractéristiques précisées ci-dessous, d'une part, et le total des immobilisations — en dehors des immeubles ou matériels donnés en crédit-bail ou location avec option d'achat — des titres de filiales et participations, d'autre part.

Les titres participatifs libellés en francs français qui ont fait l'objet d'une décision d'admission à la cote officielle des bourses de valeurs sont assimilés à des fonds propres :

- si les contrats d'émission les concernant ne comportent pas de clause d'amortissement ou de remboursement ;

- et si ces titres sont placés auprès du public ou d'organismes autres que les établissements assujettis aux réserves obligatoires ;

– les emprunts obligataires pris en considération doivent être libellés en francs français et avoir fait l'objet d'une décision d'admission à la cote officielle des bourses de valeurs ; ils doivent en outre :

- être amortissables sur une période au moins égale à sept ans, sans possibilité de remboursement anticipé à la demande du porteur pendant cette période de sept ans ;

- être placés auprès du public ou d'organismes autres que les établissements assujettis aux réserves obligatoires.

Des exonérations individuelles peuvent être accordées par l'Institut d'émission pour les crédits finançant des opérations d'intérêt général.

*Article 4* – Le montant des réserves obligatoires constituées conformément à l'article 1<sup>er</sup> ci-dessus est constaté sur la base de moyennes périodiques, dans les conditions définies par l'Institut d'émission des départements d'outre-mer.

Les établissements assujettis adressent leurs déclarations périodiques à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, selon des formules types.

Le dépôt des réserves dues par les établissements affiliés à un organe central peut être effectué par celui-ci ou par l'établissement affilié qu'il désigne.

Lorsque les établissements n'ont pas fait parvenir en temps utile leur déclaration périodique, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer est autorisé à déterminer le montant de leurs réserves obligatoires à partir des derniers éléments connus de leur situation. Une majoration ne pouvant excéder 10 % peut être appliquée à cette évaluation.

Une fraction de l'excédent des réserves constituées au titre d'une période mensuelle peut s'imputer sur les réserves à constituer au titre de la période suivante. Cette fraction est fixée par l'Institut d'émission des départements d'outre-mer.

*Article 5* – Les établissements assujettis qui n'auraient pas constitué en temps voulu le montant minimum de réserves exigé en application de la présente décision sont redevables envers l'Institut d'émission des départements d'outre-mer d'intérêts moratoires dont le taux est déterminé par celui-ci par référence au taux moyen mensuel des opérations au jour le jour sur le marché monétaire. En cas de manquement grave, le taux de ces intérêts moratoires peut être fixé à un niveau majoré. En aucun cas le taux des intérêts moratoires ne peut excéder 0,1 % par jour.

*Article 6* – Les modalités d'application des dispositions qui précèdent sont fixées par voie d'instructions de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer.

*Article 7* – La présente décision entrera en vigueur à compter du jour de sa publication au Journal officiel de la République française.

**Décision n° 94-3 du 24 mars 1994  
définissant le régime des réserves  
obligatoires dans les territoires d'outre-mer**

Le Conseil de la politique monétaire,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 7,

Vu le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 modifié par le décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France, notamment son article 13,

Après en avoir délibéré,

Décide :

*Article 1<sup>er</sup>* – Les établissements de crédit, à l'exception de la Caisse française de développement, qui exercent des activités dans les territoires et dans les collectivités territoriales d'outre-mer où l'Institut d'émission d'outre-mer assure le service de l'émission, sont assujettis à réserves obligatoires. Ils sont tenus de constituer un montant minimum de réserves sous forme de dépôts en francs non rémunérés à cet institut d'émission, dans les conditions définies aux articles suivants.

*Article 2* – Les réserves s'appliquent aux exigibilités et aux engagements hors bilan d'une durée initiale inférieure à deux ans, en francs ou en devises, ainsi qu'aux emplois en francs, énumérés ci-après, tels qu'ils résultent de la comptabilité, établie dans le cadre comptable de la réglementation bancaire, du siège et des agences installés dans chacun desdits territoires et collectivités territoriales :

1. Exigibilités de toute nature, y compris sous forme de pensions, enregistrées à des comptes de résidents, à l'exception :

- de celles enregistrées aux comptes d'établissements assujettis ;
- des comptes et plans d'épargne-logement ;
- des comptes d'épargne populaire ;
- des comptes d'épargne-entreprise ;
- des premiers livrets des caisses d'épargne et de prévoyance ;
- des comptes espèces ouverts au titre des plans d'épargne en vue de la retraite ;
- des plans d'épargne populaire .
- des plans d'épargne en actions.



2. Emplois sous forme :

- de crédits de toute nature, à l'exception des cautions et avals, consentis à des entreprises ou des personnes qui ne sont pas astreintes à constitution de réserves ;
- d'opérations de crédit-bail ;
- d'opérations de location assortie d'une option d'achat ;
- de valeurs mobilières autres que celles détenues à titre de participation ;
- de titres de créances négociables autres que les bons du Trésor et les certificats de dépôt.

3. Certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières et bons à moyen terme négociables détenus par des résidents, y compris ceux acquis par des résidents auprès de non résidents dans la mesure où l'émetteur peut identifier les détenteurs.

4. Titres vendus à réméré à des résidents, à l'exception de ceux vendus à des établissements assujettis à réserves, lorsque la durée probable du réméré, appréciée selon les conditions définies par instruction de l'Institut d'émission des territoires d'outre-mer, est inférieure à deux ans.

*Article 3* – Pour la détermination du montant minimal de réserves, les taux applicables aux divers éléments pris en considération sont fixés comme suit :

*A. Exigibilités*

Les exigibilités enregistrées à des comptes de résidents et visées à l'article 2 -1° ci-dessus sont assujetties aux taux de :

- 5,5 % pour les exigibilités à vue en francs à l'exception des comptes sur livret, y compris les pensions contre valeurs mobilières ou titres de créances négociables d'une durée initiale inférieure à dix jours, ainsi que pour les engagements hors-bilan d'une durée initiale inférieure à dix jours ;
- 2,0 % pour les comptes sur livret ;
- 0,5 % pour les autres exigibilités en francs, y compris les pensions contre valeurs mobilières ou titres de créances négociables ainsi que pour les engagements hors-bilan d'une durée initiale au moins égale à dix jours et inférieure ou égale à un an ;

- 0,0 % sur les autres exigibilités et engagements, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale supérieure à un an et inférieure à deux ans ;

- 0,0 % pour les exigibilités en devises.

La fraction des exigibilités soumises à réserves, égale ou inférieure à 15 millions de francs (en contrevaletur en francs CFP), n'est retenue que pour moitié.

*B. Emplois*

Les réserves ordinaires sur emplois sont calculées comme suit :

1. Crédits à court et moyen terme refinançables — sous la forme soit d'une décision de refinancement (accord de réescompte ou de classement) délivrée par l'Institut d'émission, soit d'un accord de principe, soit encore d'une délégation consentie aux établissements de crédit conformément aux conditions d'éligibilité définies dans les avis de l'Institut d'émission aux établissements de crédit — opérations de crédit-bail mobilier refinançables, crédits à court, moyen et long terme financés sur des ressources d'origine publique ou semi-publique, emplois des institutions financières spécialisées qui ont compétence dans les territoires d'outre-mer et dans la collectivité territoriale de Mayotte :

- taux zéro.

2. Emplois sous forme :

- de crédits à court, moyen et long terme autres que ceux visés au 1 ci-dessus ;
- d'opérations de crédit-bail mobilier non refinançables mises en place postérieurement au 1<sup>er</sup> juillet 1984.
- d'opérations de location assortie d'une option d'achat mises en place postérieurement au 1<sup>er</sup> janvier 1985 ;
- de valeurs mobilières émises par des entreprises résidentes, autres que celles détenues à titre de participation ;
- de titres de créances négociables autres que les bons du Trésor et les certificats de dépôt :
  - 2 % sur le total des encours.

Des abattements peuvent être appliqués aux emplois, ainsi qu'aux réserves à constituer. Ils peuvent être différents selon la nature des éléments auxquels ils s'appliquent ainsi que selon les caractéristiques de l'activité des établissements assujettis.

3. Les établissements assujettis ont la faculté de déduire du montant des emplois bruts soumis à réserves ordinaires un pourcentage des ressources stables constituées par les fonds propres nets et par les emprunts obligataires, tels que définis ci-après, pourcentage égal à la part des emplois réalisés dans les territoires d'outre-mer et la collectivité territoriale de Mayotte par rapport à la totalité des emplois :

— les fonds propres nets résultent de la différence entre le total du capital effectivement libéré, des réserves, des provisions, du report à nouveau et des émissions de titres participatifs répondant aux caractéristiques précisées ci-dessous, d'une part, et le total des immobilisations — en dehors des immeubles ou matériels donnés en crédit-bail ou location avec option d'achat — des titres de filiales et participations, d'autre part.

Les titres participatifs libellés en francs français qui ont fait l'objet d'une décision d'admission à la cote officielle des bourses de valeurs sont assimilés à des fonds propres :

- si les contrats d'émission les concernant ne comportent pas de clause d'amortissement ou de remboursement ;

- et si ces titres sont placés auprès du public ou d'organismes autres que les établissements assujettis aux réserves obligatoires ;

— les emprunts obligataires pris en considération doivent être libellés en francs français et avoir fait l'objet d'une décision d'admission à la cote officielle des bourses de valeurs ; ils doivent en outre :

- être amortissables sur une période au moins égale à sept ans, sans possibilité de remboursement anticipé à la demande du porteur pendant cette période de sept ans ;

- être placés auprès du public ou d'organismes autres que les établissements assujettis aux réserves obligatoires.

Des exonérations individuelles peuvent être accordées par l'Institut d'émission pour les crédits finançant des opérations d'intérêt général.

*Article 4* — Le montant des réserves obligatoires constituées conformément à l'article 1<sup>er</sup> ci-dessus est constaté sur la base de moyennes périodiques, dans les conditions définies par l'Institut d'émission d'outre-mer.

Les établissements assujettis adressent leurs déclarations périodiques à l'Institut d'émission d'outre-mer, selon des formules types.

Le dépôt des réserves dues par les établissements affiliés à un organe central peut être effectué par celui-ci ou par l'établissement affilié qu'il désigne.

Lorsque les établissements n'ont pas fait parvenir en temps utile leur déclaration périodique, l'Institut d'émission d'outre-mer est autorisé à déterminer le montant de leurs réserves obligatoires à partir des derniers éléments connus de leur situation. Une majoration ne pouvant excéder 10 % peut être appliquée à cette évaluation.

Une fraction de l'excédent des réserves constituées au titre d'une période mensuelle peut s'imputer sur les réserves à constituer au titre de la période suivante. Cette fraction est fixée par l'Institut d'émission d'outre-mer.

*Article 5* — Les établissements assujettis qui n'auraient pas constitué en temps voulu le montant minimum de réserves exigé en application de la présente décision sont redevables envers l'Institut d'émission d'outre-mer d'intérêts moratoires dont le taux est déterminé par celui-ci par référence au taux moyen mensuel des opérations au jour le jour sur le marché monétaire. En cas de manquement grave, le taux de ces intérêts moratoires peut être fixé à un niveau majoré. En aucun cas le taux des intérêts moratoires ne peut excéder 0,1 % par jour.

*Article 6* – Les modalités d'application des dispositions qui précèdent sont fixées par voie d'instructions de l'Institut d'émission d'outre-mer.

*Article 7* – La présente décision entrera en vigueur à compter du jour de sa publication au Journal officiel de la République française et à chacun des journaux officiels des territoires ou des collectivités territoriales d'outre-mer.

***Décision n° 94-4 du 25 août 1994 définissant le régime des réserves obligatoires dans les départements d'outre-mer***

Le Conseil de la politique monétaire,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 7,

Vu le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 modifié par le décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France, notamment son article 13,

Vu la décision n° 94-2 du Conseil de la politique monétaire du 24 mars 1994,

Après en avoir délibéré,

Décide :

*Article 1<sup>er</sup>* – Le Conseil de surveillance de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer est habilité à fixer les taux des réserves obligatoires selon les modalités définies à l'article suivant.

*Article 2* – L'article 3 de la décision n° 94-2 du Conseil de la politique monétaire en date du 24 mars 1994 est ainsi rédigé :

Le taux des réserves est fixé par le Conseil de surveillance dans les conditions ci-après.

Le taux peut être différent selon la nature, le montant et la variation des éléments auxquels il s'applique, ainsi que selon les caractéristiques de l'activité des établissements assujettis.

Le taux des réserves ne peut excéder 25 % pour les exigibilités et 50 % pour les emplois.

Des abattements peuvent être appliqués aux exigibilités et aux emplois, ainsi qu'aux réserves à constituer. Ils peuvent être différents selon la nature des éléments auxquels ils s'appliquent ainsi que selon les caractéristiques de l'activité des établissements assujettis.

*Article 3* – Dans la décision 94-2 du Conseil de la politique monétaire du 24 mars 1994, il est inséré à l'article 2, après les mots « ainsi qu'aux emplois en francs », les mots « et en devises ».

*Article 4* – La présente décision entrera en vigueur à compter du jour de sa publication au Journal officiel de la République française.

***Décision n° 94-5 du 25 août 1994 définissant le régime des réserves obligatoires dans les territoires d'outre-mer***

Le Conseil de la politique monétaire,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 7,

Vu le décret n° 84-708 du 24 juillet 1984 modifié par le décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France, notamment son article 13,

Vu la décision n° 94-3 du Conseil de la politique monétaire du 24 mars 1994,

Après en avoir délibéré,

Décide :

*Article 1<sup>er</sup>* – Le Conseil de surveillance de l'Institut d'émission des territoires d'outre-mer est habilité à fixer les taux des réserves obligatoires selon les modalités définies à l'article suivant.

*Article 2* – L'article 3 de la décision n° 94-3 du Conseil de la politique monétaire en date du 24 mars 1994 est ainsi rédigé :

Le taux des réserves est fixé par le Conseil de surveillance dans les conditions ci-après.

Le taux peut être différent selon la nature, le montant et la variation des éléments auxquels il s'applique, ainsi que selon les caractéristiques de l'activité des établissements assujettis.

Le taux des réserves ne peut excéder 25 % pour les exigibilités et 50 % pour les emplois.

Des abattements peuvent être appliqués aux exigibilités et aux emplois, ainsi qu'aux réserves à constituer. Ils peuvent être différents selon la nature des éléments auxquels ils s'appliquent ainsi que selon les caractéristiques de l'activité des établissements assujettis.

*Article 3* – Dans la décision 94-3 du Conseil de la politique monétaire du 24 mars 1994, il est inséré à l'article 2, après les mots « ainsi qu'aux emplois en francs », les mots « et en devises ».

*Article 4* – La présente décision entrera en vigueur à compter du jour de sa publication au Journal officiel de la République française.

---

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

du 1<sup>er</sup> août au 31 août 1994

### **Textes législatifs et gouvernementaux**

JO DU 10 AOÛT 1994

– Loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

– Arrêté du 28 juillet 1994 portant homologation de modifications du règlement général du Conseil des bourses de valeurs relatives aux conditions de négociation de blocs d'actions.

JO DU 12 AOÛT 1994

– Conseil de la politique monétaire

- Décision n° 94-1 du 24 mars 1994 définissant le régime des réserves obligatoires en France métropolitaine.

- Décision n° 94-2 du 24 mars 1994 définissant le régime des réserves obligatoires dans les départements d'outre-mer.

- Décision n° 94-3 du 24 mars 1994 définissant le régime des réserves obligatoires dans les territoires d'outre-mer.

JO DES 15-16-17 AOÛT 1994

– Arrêté du 27 juillet portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire.

JO DU 18 AOÛT 1994

– Arrêté du 5 août 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 septembre 1995 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable septembre 2000 (code Sicovam n° 4 267).

– Arrêté du 5 août 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 30 septembre 1995 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable et à options d'échange septembre 1998 (code Sicovam n° 4 326).

JO DU 19 AOÛT 1994

– Arrêté du 8 août 1994 portant reconnaissance de la Deutsche Termin Börse.

JO DU 26 AOÛT 1994

– Conseil de la politique monétaire

- Décision n° 94-4 du 25 août 1994 définissant le régime des réserves obligatoires dans les départements d'outre-mer.

- Décision n° 94-5 du 25 août 1994 définissant le régime des réserves obligatoires dans les territoires d'outre-mer.

# L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL, INSTRUMENT D'ANALYSE GLOBAL DE LA MONNAIE ET DES FINANCEMENTS

Le cadre d'analyse original que constitue l'endettement intérieur total (EIT) tel qu'il est conçu en France permet une approche simultanée des différents aspects des évolutions financières et des interactions qui existent entre elles. Il facilite, de ce fait, un jugement d'ensemble cohérent sur l'évolution de la monnaie et des financements. Après un rappel des caractéristiques de l'endettement intérieur total, cette étude en présente une utilisation à fin de diagnostic, puis évoque les perspectives d'une intégration accrue de cet instrument avec d'autres tableaux de synthèse que sont par exemple le tableau d'opérations financières et les tableaux de financement et de placement.

---

BERNARD ENFRUN  
*Directeur des Études et Statistiques monétaires*

■ L'analyse des évolutions monétaires et financières a longtemps reposé sur des instruments concernant plus particulièrement un aspect spécifique de ces phénomènes. Ainsi, le suivi des agrégats de monnaie et de placement vise à appréhender comment se situe la demande de monnaie par rapport à celle d'autres catégories d'actifs financiers. L'analyse en termes de « contreparties », quant à elle, a surtout pour objet d'explicitier l'offre de monnaie et son origine, crédit interne ou flux avec l'extérieur. Enfin, un ensemble d'indicateurs couvre l'évolution des financements, soit certains d'entre eux, en particulier les agrégats de crédit, soit plus globalement, comme le crédit intérieur total ou l'agrégat de dette totale.

■ Faute d'un cadre d'analyse pleinement intégré, les diagnostics qui s'appuient seulement sur tel ou tel de ces instruments peuvent avoir tendance à privilégier au détriment des autres un des aspects des évolutions monétaires et financières : soit la monnaie (agrégats), soit l'aspect principal de sa création (crédit), soit les financements (EIT). Dans une économie de marché déréglementée et largement ouverte aux innovations financières, des approches partielles peuvent paraître restrictives et ne prennent pas suffisamment en compte les phénomènes de substitution.

Ainsi, elles ne permettent pas facilement de mettre en évidence les interactions entre monnaie, autres formes de placement et financements et d'interpréter, le cas échéant, les évolutions divergentes de ces différentes variables.

■ Le système d'analyse qui a été mis au point en France sous le nom d'endettement intérieur total et ses contreparties apporte une réponse à ces problèmes. L'une de ses caractéristiques essentielles est en effet de permettre le suivi simultané, dans un cadre conceptuel unique, de l'évolution des financements et de celle des placements qui en constituent la contrepartie — notamment, parmi eux les actifs monétaires — et de faire apparaître ainsi de manière concrète, le cas échéant, comment des évolutions différentes de ces variables peuvent se concilier. C'est d'ailleurs là une des raisons qui explique le rôle joué par l'endettement intérieur total comme indicateur privilégié de la politique monétaire en France.

■ Par sa définition, l'endettement intérieur total se rapproche d'agrégats comparables existant dans d'autres pays, aux États-Unis par exemple. Mais son insertion dans un cadre d'analyse développé, avec ses composantes et ses contreparties, en fait un instrument qui n'a guère d'équivalent à l'étranger.

## 1. L'endettement intérieur total, cadre global d'analyse <sup>1</sup>

Ce cadre statistique répond aux caractéristiques suivantes : en premier lieu, il inclut l'ensemble des financements par endettement. Ensuite, il comporte une ventilation détaillée de ses composantes par agents bénéficiaires et par modes de financement. Enfin et surtout, il est assorti d'un tableau de « contreparties », détaillant l'ensemble des ressources sur lesquelles il est adossé, tant celles des intermédiaires financiers que celles qui alimentent directement les marchés. À travers la structure de ces ressources, on voit apparaître la manière dont les différentes formes d'actifs financiers, monétaires ou non, évoluent en contrepartie des financements qui constituent l'endettement intérieur total.

### *1.1. L'endettement intérieur total englobe l'ensemble des financements par endettement*

Agrégat large de financement, l'endettement intérieur total regroupe tous les concours obtenus par les agents non financiers résidents par voie d'endettement, aussi bien sous forme de découverts ou de prêts bancaires que par l'émission de titres sur les marchés monétaire et obligataire. Il englobe ainsi l'ensemble des concours que ces agents reçoivent, quelle que soit leur forme (prêts traditionnels ou émissions de titres), et quelle que soit leur provenance (intermédiaires financiers ou marchés de capitaux, résidents ou non-résidents). Seuls sont exclus de l'endettement intérieur total les financements par émissions d'actions (ou plus généralement par renforcement de fonds propres), puisqu'il ne s'agit pas là d'endettement envers des tiers.

Le champ des bénéficiaires est lui aussi exhaustif puisqu'il englobe tous les agents non financiers résidents : l'État, les autres administrations publiques (notamment les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale), les sociétés, les ménages et, en tout cas dans sa forme actuelle, les entreprises d'assurance, considérées ici comme agents non financiers.

L'étendue du champ couvert par l'endettement intérieur total permet l'analyse de l'ensemble des financements, ce qui ne pourrait être le cas d'une approche fondée sur un élément isolé, les crédits par exemple. L'endettement intérieur total se prête donc à l'examen des différents phénomènes de substitution qui peuvent se produire, d'un agent à l'autre, d'une forme d'endettement à l'autre. Ce type d'investigation n'est possible que parce que l'endettement intérieur total est publié avec un tableau détaillé de ses composantes.

### *1.2. Les composantes de l'endettement intérieur total*

Deux ventilations sont effectuées et peuvent être croisées. La première répartit l'endettement intérieur total par agents bénéficiaires : État, sociétés, ménages et « autres agents » (à savoir essentiellement les entreprises d'assurance, les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale). La seconde consiste à distinguer les « crédits », les « financements obtenus sur les marchés internes » et les « crédits et obligations internationaux ». Elle appelle quelques éclaircissements.

– Les « crédits » englobent, outre les crédits à l'économie, les créances non négociables sur l'État détenues tant par les institutions financières que par les agents non financiers et qui comprennent notamment, outre des crédits à proprement parler, la position nette du Trésor public auprès de la Banque de France ainsi que les avoirs détenus par les agents non financiers auprès des comptables du Trésor.

– Les « financements obtenus sur les marchés internes » comprennent toutes les émissions de titres, à l'exception des opérations spécifiques qui sont réalisées directement sur les marchés internationaux de

<sup>1</sup> Voir sur la description de l'endettement intérieur total l'article de Jean-Pierre Barillas paru dans le bulletin de la Banque de France – n° 2 – février 1994

capitaux. Ils se subdivisent en deux : d'une part, les financements obtenus sur le marché monétaire (titres de créances négociables) qui englobent les bons du Trésor ainsi que les billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables émis par les entreprises, d'autre part, les obligations.

Bien entendu, une fraction variable, mais substantielle, de ces titres est détenue par des institutions financières (établissements de crédit et organismes de placement collectif en valeurs mobilières) et, de ce fait, il n'est pas possible de déduire directement de la ventilation entre « crédits » et « financements sur les marchés internes » la part des institutions financières dans le financement de l'économie, qui constituerait une approche de la fraction de l'endettement intérieur total entraînant une création de monnaie. Toutefois, des présentations différentes incluant également cet aspect sont actuellement à l'étude.

– Le troisième regroupement, les « crédits et obligations internationaux », est constitué des prêts obtenus directement de l'étranger et des obligations émises sur le marché international. Il ne s'agit là, il convient de le souligner, que d'une très faible partie de l'endettement des agents non financiers résidents auprès des non-résidents, l'essentiel de cet endettement étant en réalité inclus dans la rubrique « financements sur le marché interne ». C'est notamment au sein de cette dernière rubrique que figurent les bons et obligations assimilables du Trésor souscrits par des non-résidents. Ce n'est donc pas à ce niveau, mais en utilisant le tableau des « contreparties » de l'endettement intérieur total, que l'on peut isoler l'apport spécifique des non-résidents.

Tableau 1

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES COMPOSANTES						
	Décembre 1991		Décembre 1992		Décembre 1993	
	en milliards de francs	(a)	en milliards de francs	(a)	en milliards de francs	(a)
<b>EIT</b> .....	<b>8 700,7</b>	<b>5,9</b>	<b>9 147,1</b>	<b>5,1</b>	<b>9 482,1</b>	<b>3,7</b>
– État .....	1 713,8	1,3	1 950,0	2,7	2 343,1	4,3
– Ménages .....	2 370,0	0,6	2 382,8	0,1	2 400,4	0,2
– Sociétés (b) .....	3 815,7	3,3	3 978,2	1,9	3 782,2	-2,1
– Autres (c) .....	801,2	0,8	836,1	0,4	956,4	1,3
<b>Crédits (d)</b> .....	<b>6 428,8</b>	<b>4,1</b>	<b>6 522,3</b>	<b>1,1</b>	<b>6 496,2</b>	<b>-0,3</b>
– État .....	195,5	0,1	143,1	-0,6	167,6	0,3
– Ménages .....	2 370,0	0,6	2 382,8	0,1	2 400,4	0,2
– Sociétés .....	3 102,4	2,7	3 195,3	1,1	3 002,8	-2,1
– Autres (c) .....	760,9	0,8	801,1	0,5	925,4	1,4
<b>Financement sur les marchés internes (e)</b>	<b>2 074,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2 400,0</b>	<b>3,7</b>	<b>2 752,1</b>	<b>3,8</b>
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	708,6	0,1	886,3	2,0	922,6	0,4
– État .....	557,1	0,1	714,7	1,8	769,8	0,6
– Sociétés .....	151,6	-0,0	171,6	0,2	152,7	-0,2
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	1 366,1	1,6	1 513,6	1,7	1 829,5	3,5
– État .....	936,4	1,2	1 072,5	1,6	1 380,0	3,4
– Sociétés .....	389,4	0,5	406,2	0,2	418,5	0,1
– Autres (c) .....	40,3	0,0	35,0	-0,1	31,1	0,0
<b>Crédits et obligations internationaux.....</b>	<b>197,2</b>	<b>0,1</b>	<b>224,8</b>	<b>0,3</b>	<b>233,8</b>	<b>0,1</b>

EC : établissements de crédit – ANF : agents non financiers (État inclus)  
(a) Part dans la progression annuelle de l'EIT en pourcentage  
(b) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés.  
(c) Obtenu par solde. Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.  
(d) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents  
(e) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents

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

Mise à jour le 8 septembre 1994



Agréger l'ensemble des financements par endettement suppose, au plan technique, de cumuler plusieurs sources d'information (statistiques monétaires, statistiques de valeurs mobilières, données de balance des paiements, ...), dont les caractéristiques ne sont pas toujours homogènes, et implique certains choix. Ainsi, la reconstitution de l'encours des obligations dans l'endettement intérieur total est effectuée à partir des statistiques de valeurs mobilières en flux, les premières disponibles, par cumul de flux, et n'inclut donc pas, contrairement à d'autres tableaux de synthèse tels que les tableaux d'opérations financières en encours, les variations liées à l'évolution de la valeur des titres.

Le tableau des composantes de l'endettement intérieur total, publié mensuellement dans le Bulletin de la Banque de France, constitue un instrument précieux d'analyse des phénomènes de substitution entre les différentes modalités du financement des agents non financiers. Néanmoins, c'est sans doute l'existence d'un tableau de contreparties qui confère à l'endettement intérieur total tel qu'il est conçu en France sa plus grande originalité.

### ***1.3. Les « contreparties » de l'endettement intérieur total***

Ce tableau de contreparties regroupe l'ensemble des ressources des institutions financières et des marchés d'où proviennent les financements inclus dans l'endettement intérieur total. Ces contreparties sont parfois qualifiées de « sources de l'endettement intérieur total », terme commode, mais qui peut prêter à confusion, dans la mesure où il suggère que ce sont les placements qui sont à l'origine des financements, alors que l'on sait que le lien de causalité est plutôt inverse, les crédits étant à l'origine d'un accroissement du stock de monnaie et les agents économiques effectuant ensuite un choix entre conserver ces encaisses sous une forme monétaire ou les transformer en placements d'épargne stable. C'est la raison pour laquelle le terme de contrepartie apparaît préférable.

On trouve dans ces contreparties de l'endettement intérieur total, outre les ressources des institutions financières concernées, y compris leurs ressources propres, les placements effectués sur les marchés monétaire et obligataire, par les résidents comme par les non-résidents, ainsi que des crédits des non-résidents aux agents non financiers résidents.

En choisissant une ventilation appropriée de ces ressources, il est possible de mettre en évidence comment elles se répartissent entre actifs monétaires et autres formes d'actifs financiers, d'une part, et entre résidents et non-résidents, d'autre part. Ceci permet d'obtenir, par rapprochement avec le tableau des composantes de l'endettement intérieur total, une vision simultanée et homogène de plusieurs phénomènes importants pour l'analyse monétaire et financière : l'évolution des financements, leur répartition entre agents bénéficiaires et type d'intermédiaires, le partage entre monnaie et placements stables qui accompagne cette évolution, et enfin le rôle joué par les non-résidents. Cette présentation synthétique facilite considérablement l'interprétation des liens existant entre ces différentes variations.

Tableau 2

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES</b>						
	Décembre 1991		Décembre 1992		Décembre 1993	
	en milliards de francs	(a)	en milliards de francs	(a)	en milliards de francs	(a)
<b>EIT</b> .....	<b>8 700,7</b>	<b>5,9</b>	<b>9 147,1</b>	<b>5,1</b>	<b>9 482,1</b>	<b>3,7</b>
<i>État</i> .....	1 713,8	1,3	1 950,0	2,7	2 343,1	4,3
<i>Autres ANF</i> .....	6 986,9	4,6	7 197,1	2,4	7 139,0	-0,6
<b>CONTREPARTIES DE L'EIT</b>						
<i>M3</i> .....	5 160,3	1,5	5 431,8	3,1	5 352,5	-0,9
<i>M4 – M3</i> .....	49,8	0,0	55,6	0,1	48,8	-0,1
<i>Épargne contractuelle collectée par les EC (b)</i> .....	624,8	1,0	699,3	0,9	857,7	1,7
<i>Placements en obligations et titres d'OPCVM « obligations » détenus par les ANF</i> .....	1 529,1	2,0	1 629,3	1,2	2 032,6	4,4
<i>Concours nets des non-résidents</i> .....	695,8	1,0	737,7	0,5	574,6	-1,8
– Aux EC .....	192,0	0,4	44,9	-1,7	-155,4	-2,2
– Aux ANF .....	503,8	0,6	692,8	2,2	730,0	0,4
<i>Autres</i> .....	640,9	0,4	593,3	-0,5	616,0	0,2
– Capitaux propres nets des EC .....	422,0	0,1	427,4	0,1	492,3	0,7
– Divers .....	218,9	0,2	165,9	-0,6	123,7	-0,5
<b>EIT</b> .....	<b>8 700,7</b>	<b>5,9</b>	<b>9 147,1</b>	<b>5,1</b>	<b>9 482,1</b>	<b>3,7</b>
EC : établissements de crédit – ANF : agents non financiers (État inclus)						
(a) Part dans la progression annuelle de l'EIT en pourcentage						
(b) Composante de P1						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08				Mise à jour le 8 septembre 1994		

Plus précisément, les contreparties de l'endettement intérieur total sont actuellement ventilées entre six rubriques :

– la masse monétaire M3, dont l'évolution peut ainsi être analysée en référence à celle des financements et des autres ressources sur lesquels ceux-ci sont adossés ;

– M4 – M3, à savoir les billets de trésorerie et bons du Trésor souscrits par des agents non financiers ;

– l'épargne contractuelle figurant au passif des établissements de crédit : sans être strictement équivalente à l'agrégat de placement P1, puisqu'elle ne comprend pas l'épargne contractuelle collectée par les sociétés d'assurance (sous forme de plans d'épargne populaire ou de bons de capitalisation), cette rubrique en constitue un sous-ensemble important et son évolution est un reflet assez fidèle de celle de l'agrégat P1 ;

– les placements des résidents en obligations et en titres d'OPCVM « obligations ». Cette rubrique se rapproche de l'agrégat de placement P2, à ceci près qu'elle ne comprend pas les placements d'assurance-vie et que l'encours des obligations est obtenu par cumul des flux, sans prise en compte des variations de cours ;

– les concours nets des non-résidents, regroupant deux sous-rubriques : la position nette des non-résidents vis-à-vis des institutions financières résidentes (établissements de crédit et OPCVM), d'une part, les concours directs des non-résidents aux agents non financiers, d'autre part. Ces données permettent d'évaluer l'ampleur et les modalités de la contribution des non-résidents aux financements qui constituent l'endettement intérieur total. Plus précisément, les concours des non-résidents aux agents non financiers regroupent les titres émis par ces derniers et détenus par les non-résidents, et les crédits et obligations internationaux ;

– enfin, une rubrique « autres » comprend, notamment, les capitaux propres nets et autres ressources diverses des institutions financières, et ses variations peuvent, dans certains cas, refléter des inflexions dans l'évolution des fonds propres, de la rentabilité, ou de la politique d'affectation des résultats de ces institutions.

La confrontation de l'évolution de ces différentes rubriques à celle de l'endettement intérieur total et de ses composantes facilite grandement l'analyse et le diagnostic notamment lorsqu'interviennent des phénomènes de substitution. L'année 1993 fournit un exemple caractérisé d'une telle situation.

## 2. L'endettement intérieur total et l'analyse des évolutions monétaires et des financements en 1993

### 2.1. Le contexte des évolutions monétaires et financières en 1993

L'année 1993 a été caractérisée par l'existence de trois catégories de facteurs, dont les effets se sont conjugués pour provoquer d'importants phénomènes de substitution.

– D'une part, étant donné que les obstacles au recours à des financements désintermédiés ont été levés, et que l'innovation financière a abouti à l'existence d'une très large gamme de produits, permettant de multiples combinaisons entre disponibilité, sécurité et rendement, la structure des financements et des placements est devenue extrêmement sensible aux évolutions de taux d'intérêt. Or, en 1993, non seulement le repli des taux d'intérêt a été très sensible, mais il y a eu également un resserrement très net de l'écart — néanmoins toujours inversé — entre taux d'intérêt à long terme et taux d'intérêt à court terme. De ce point de vue, le contexte des arbitrages entre placements et modes de financement, auparavant caractérisé par un niveau exceptionnellement élevé des taux d'intérêt à court terme, à la fois dans l'absolu et par rapport aux taux à long terme, s'est modifié radicalement.

- D'autre part, l'impact de ce facteur s'est trouvé fortement accentué par les causes spécifiques de transfert entre monnaie et épargne non monétaire qu'ont été le grand emprunt d'État, les privatisations et le rééquilibrage de la fiscalité des différentes formes de placement.

- Enfin, comme cela est habituel en phase de ralentissement économique, les transferts nets de l'État vers les autres agents économiques ont augmenté, et l'État s'est de ce fait endetté davantage, mais en substituant en quelque sorte sa signature à celle des autres agents et en contribuant ainsi au financement de l'économie.

Il est résulté de ces différents facteurs une modification de la répartition des flux financiers, plus particulièrement au bénéfice des placements et des financements de type obligataire (mais pas seulement), modification dont on retrouve l'image aussi bien dans l'évolution des placements que dans celle des modes de financement.

Il était donc momentanément exclu de porter un diagnostic uniquement à partir de l'évolution de la seule masse monétaire M3, ou uniquement à partir de celle des crédits de type classique, sans tenir compte des transferts massifs qui se produisaient vers d'autres formes de placement ou de financement. Dans ces conditions, c'est l'analyse des évolutions de l'endettement intérieur total, de ses différentes

composantes, et des différents apports financiers qui en constituent les contreparties qui s'est révélée être l'approche la plus éclairante.

## ***2.2. L'évolution de l'endettement intérieur total, de ses composantes et de ses contreparties en 1993***

En 1993, l'évolution des principaux agrégats servant d'indicateurs pour la politique monétaire a été marquée par une divergence entre, d'une part, le maintien d'un rythme annuel de croissance proche de 4 % de l'endettement intérieur total, et d'autre part, l'évolution des crédits, dont les encours n'ont enregistré d'une fin d'année à l'autre aucune progression, et de la masse monétaire, en recul de 0,9 %, en retenant le mode de calcul entre moyennes trimestrielles centrées adopté pour le suivi de l'objectif monétaire.

L'examen des composantes de l'endettement intérieur total montre que ce sont les financements de marché — émission de titres sur le marché monétaire et sur le marché obligataire — qui ont nourri sa progression. L'expansion en un an de ces financements a été très substantielle, de 15,7 %.

Au sein de ces financements de marché, une substitution s'est très clairement opérée entre financement sur le marché monétaire et financement sur le marché obligataire : la progression des premiers est revenue de 25,1 % en 1992 à 4,1 % seulement en 1993, tandis que celle des seconds est passé entre ces deux périodes de 10,8 % à 20,9 %, une partie de cette progression étant, il est vrai, imputable au grand emprunt d'État.

Les crédits, en revanche, n'ont pas contribué à l'expansion des financements accordés aux résidents. Ainsi, l'évolution sur un an des encours de crédits aux agents non financiers hors État (sociétés et ménages notamment) a été légèrement négative (- 0,8 %), au lieu d'une progression de 2,3 % en 1992.

La répartition des financements par agents économiques bénéficiaires permet de mettre en évidence un autre phénomène de substitution : c'est l'État, et non plus les sociétés ou les ménages, qui a été le premier bénéficiaire des financements, la redistribution de ces ressources aux autres agents économiques étant passé par le déficit budgétaire (puisque les dépenses de l'État ont excédé ses prélèvements). Cette substitution reflète bien le jeu des stabilisateurs automatiques et l'accroissement des transferts nets de l'État vers les autres agents économiques en période de basse conjoncture.

C'est ainsi qu'en 1993, le taux annuel d'accroissement de la part des financements compris dans l'endettement intérieur total, dont l'État est le bénéficiaire, a atteint 20,2 % (au lieu de 13,8 % en 1992). Dans le même temps, les financements bénéficiant aux autres agents économiques ont diminué de 0,8 % (au lieu d'une augmentation de 3,0 % en 1992).

Quant aux arbitrages au sein des placements qui constituent les ressources incluses dans les « contreparties » de l'endettement intérieur total, les chiffres ci-dessous montrent clairement ce qu'a été leur ampleur.

Tableau 3

<b>VARIATIONS SUR DOUZE MOIS DES PRINCIPALES « CONTREPARTIES » DE L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	1992	1993
M3 (en MM3).....	5,9	- 0,9
Épargne contractuelle auprès des établissements de crédit (compris dans P1).....	11,9	22,6
Placements en obligations et titres d'OPCVM « obligations » (compris dans P2).....	6,6	24,7
Concours nets des non-résidents	6,0	- 22,1
– aux établissements de crédits (en milliards de francs).....	- 144,0	- 356,0
– aux agents non financiers.....	37,5	5,4
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08		
Mise à jour le 8 septembre 1994		

On observe en effet que le ralentissement de la progression de M3 et la contribution négative, en termes nets, des non-résidents (due en fait à un accroissement des concours des banques françaises aux non-résidents) ont été compensés par une sensible accélération des placements compris dans P1 (placements d'épargne contractuelle tels que les plans d'épargne populaire ou les plans d'épargne-logement) et surtout dans P2 (obligations et OPCVM obligations). Ces compensations expliquent que la progression de l'encours des financements constituant l'endettement intérieur total se soit maintenue à près de 4 % l'an.

Une autre approche éclairante consiste à calculer la part dans la progression annuelle de l'EIT de ses principales composantes et contreparties.

Alors qu'à la fin de 1992, les crédits et les financements obligataires entraînent pour une part comparable (respectivement 1,1 point et 1,7 point) dans la progression annuelle de l'endettement intérieur total (5,1 %), la situation est totalement différente à fin septembre 1993. La progression annuelle de l'endettement intérieur total est à peine inférieure (3,7 %), mais les financements obligataires en représentent l'essentiel (3,5 points) et la contribution des crédits est devenue négative (-0,3 point) (cf. tableau 1).

L'évolution par agent bénéficiaire n'est pas moins spectaculaire. À fin 1992, la progression annuelle de l'endettement intérieur total, de 5,1 %, se répartit en 2,7 points pour l'État et 2,4 points pour les autres bénéficiaires (notamment sociétés et ménages). À fin 1993, l'État absorbe la totalité de la progression annuelle de l'endettement intérieur total et même au-delà (4,3 points), alors que la « contribution » des autres agents, négative, traduit un désendettement (cf. tableau 1).

Enfin, la répartition des placements financiers constituant les contreparties de l'endettement intérieur total reflète elle-aussi un net changement de structure : M3 qui participait pour 3,1 points aux 5,1 points de croissance annuelle de l'endettement intérieur total à fin 1992, avait une participation négative, de -0,9 point, sur 3,7 points de croissance annuelle de l'endettement intérieur total, à fin 1993. Dans le même temps, en revanche, la contribution des placements d'épargne contractuelle compris dans P1 passait de 0,9 point à 1,7 point et celle des placements obligataires compris dans P2 de 1,7 point à 4,4 points (cf. tableau 2).

### 3. Vers une meilleure intégration de l'endettement intérieur total avec d'autres instruments d'analyse

L'endettement intérieur total coexiste en France avec d'autres tableaux globaux sur les phénomènes financiers, et notamment avec les « tableaux d'opérations financières » et les « tableaux de financement et de placement ». La question se pose donc de savoir si la coexistence de ces différents instruments se justifie et dans l'affirmative, comment ils s'articulent les uns avec les autres.

S'agissant des tableaux d'opérations financières, la complémentarité des deux instruments est claire. Les tableaux d'opérations financières comportent une ventilation très détaillée des créances et dettes par agents économiques et par produits, ce qui permet de fournir une beaucoup plus grande quantité d'informations que l'endettement intérieur total. En revanche, la conception de ces tableaux n'est guère adaptée à une présentation en termes d'emplois-ressources, ni à un regroupement synoptique de plusieurs années successives. Ils conviennent donc mal à un rôle de démonstration auquel l'endettement intérieur total se prête plus aisément. Par ailleurs, les délais nécessaires à leur établissement ne les rendent pas toujours directement utilisables pour éclairer les choix de la politique monétaire. Il n'en reste pas moins que la mise au point de tableaux d'opérations financières annuels, puis également trimestriels, en flux et en encours, a conféré à la Banque de France un acquis technologique qui a largement facilité la mise au point d'autres instruments d'analyse, comme le tableau de l'EIT et ses contreparties.

Les caractéristiques des « tableaux de financement et de placement » se rapprochent davantage de celles de l'endettement intérieur total. Ces tableaux sont un bilan financier des agents non financiers et le schéma ci-dessous montre que l'endettement intérieur total pourrait en être considéré comme un sous-ensemble.

<b>STRUCTURE SIMPLIFIÉE DES TABLEAUX DES FINANCEMENTS ET DES PLACEMENTS FINANCIERS (TFP)</b>	
Placements financiers des agents non financiers résidents	Financements reçus par les agents non financiers résidents
M3 M4 – M3 Avoirs à court terme à l'étranger P1 (plans d'épargne-logement, plans d'épargne populaire, bons de capitalisation) P2 (obligations et OPCVM obligations, placements d'assurance-vie) P3 (actions et OPCVM actions)	Endettement intérieur total  Actions des sociétés non financières
Total des placements	Total des financements

En réalité, bien que l'endettement intérieur total constitue un sous-ensemble des financements reçus par les agents non financiers résidents, le dispositif d'analyse dont il fait partie a sa spécificité par rapport aux tableaux des financements et des placements et le maintien des deux instruments se justifie. Cette spécificité tient à deux catégories de raisons.

Les premières sont structurelles. D'abord, par définition, le champ de l'endettement intérieur total est plus étroit que celui des financements inclus dans le tableau des financements et des placements, puisqu'il ne comprend pas les actions. Ensuite, si l'endettement intérieur total s'insère logiquement dans le tableau des financements et des placements, il n'en va pas de même aussi clairement de ses contreparties. Celles-ci en effet sont conçues comme les ressources qui équilibrent, chez les

intermédiaires financiers et sur les marchés, les financements inclus dans l'endettement intérieur total. De ce point de vue, elles comportent plusieurs éléments qui ne sont pas des placements d'agents non financiers résidents, en particulier les apports directs des non-résidents et les ressources propres et ressources diverses des institutions financières.

D'autres différences entre endettement intérieur total et tableaux des financements et des placements sont moins inhérentes à la conception même de ces deux instruments. C'est ainsi que dans le tableau des financements et des placements, les sociétés d'assurance sont traitées comme des intermédiaires financiers, et qu'à ce titre les placements en bons de capitalisation et en plans d'épargne populaire auprès des assurances, figurent au sein de l'agrégat P1 et les placements d'assurance-vie au sein de P2, tandis que dans les tableaux de l'endettement intérieur total, les sociétés d'assurance sont considérées comme des agents non financiers, l'optique étant moins un recensement exhaustif des placements que la description d'un adossement des financements.

Une autre différence de cet ordre, déjà signalée, découle du fait que, dans l'endettement intérieur total, l'encours des obligations est obtenu par cumul de flux et ne comprend pas les variations dues aux mouvements de cours, contrairement à ce qui est pratiqué dans les tableaux des financements et des placements.

Tout en conservant la spécificité des deux instruments, il paraît souhaitable de rechercher une intégration aussi grande que possible entre eux. Des études sont en cours pour déterminer les moyens de renforcer cette intégration sans sacrifier les impératifs d'homogénéité, ou de rapidité de calcul qui ont souvent présidé aux choix antérieurs.

Par ses caractéristiques, l'endettement intérieur total se présente donc comme un instrument d'analyse précieux d'évolutions qui sont devenues très complexes du fait de la multiplication des produits financiers et des arbitrages désormais faciles et fréquents que les agents économiques peuvent opérer.

Cet instrument peut encore être amélioré, en termes de délai de disponibilité, et surtout par une intégration renforcée avec les autres indicateurs ou tableaux de synthèse couramment utilisés, spécialement les agrégats de monnaie et de placement et les tableaux des financements et des placements. Néanmoins, tel qu'il est, il constitue d'ores et déjà un cadre d'analyse cohérent et homogène, parfaitement opérationnel, qui facilite grandement la compréhension des évolutions monétaires et financières et contribue ainsi efficacement à éclairer les décisions de politique monétaire.

# LE « NETTING » ET LA PROTECTION LÉGALE DES SYSTÈMES DE RÈGLEMENTS INTERBANCAIRES

Deux textes adoptés par le Parlement mettent le droit français au meilleur niveau international en la matière <sup>1</sup>.

---

HERVÉ LE GUEN  
*Direction des Services juridiques*  
*Service des Études juridiques*

■ Le Parlement a adopté, en décembre 1993, deux importantes dispositions concernant, l'une, la protection des systèmes de règlements interbancaires, l'autre, le « netting » de contrats financiers. Il s'agit des articles 4 et 8 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers <sup>1</sup>.

■ Ces deux textes lèvent, pour les banques françaises, les incertitudes qui risquaient de compromettre leur participation à des systèmes internationaux de compensation de contrats de change tel Echo-Netting.

---

<sup>1</sup> C'est cette même loi qui organise, dans son article 12, le régime juridique et fiscal des opérations de pension (cf. article de Patrice de Lapasse, Bulletin de la Banque de France n° 7 – juillet 1994).



Avant d'analyser l'économie des nouvelles dispositions concernant le « netting » et la sécurité des systèmes de règlements interbancaires contenues dans les articles 4 et 8 de la loi du 31 décembre 1993, il est nécessaire de donner quelques indications sur ce que l'on entend par « netting » et de rappeler la genèse de ces deux textes.

Le « netting » n'est pas un concept juridique du droit français et un problème de traduction se pose. Si on se réfère à l'arrêté du ministre de l'Économie du 18 février 1987<sup>1</sup>, la traduction officielle du terme anglais « netting », proposée par la Commission de terminologie du ministère de l'Économie, est *compensation monétaire de groupe*. L'adjonction des termes *de groupe* à la compensation n'est guère adaptée au « netting » tel qu'on l'entend dans les milieux bancaires internationaux ; le « netting » dont il est question ici ne s'opère pas nécessairement entre entreprises d'un même groupe mais s'effectue, au contraire, entre des entités le plus souvent indépendantes les unes des autres.

Le rapport Lamfalussy, dont on reparlera, publié dans sa version anglaise sous le titre « report of the Committee on interbank netting schemes of the central banks of the group of ten countries » est intitulé, dans sa version française, « rapport du Comité sur les systèmes de *compensation* interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix ». Là encore « netting » est traduit par *compensation*, mais il n'est, en revanche, fait aucune référence à la notion de groupe.

Pourtant, le « netting » et la compensation, même complétée du qualificatif de monétaire, comme le fait l'arrêté de terminologie précité, ne désignent pas exactement la même chose. *Compensation* se traduit d'ailleurs par « set off » en anglais juridique. Le « netting » semble être, pour les juristes anglo-saxons, le simple calcul d'une position nette alors que la compensation de notre Code civil va au-delà dans la mesure où elle est aussi un *mode d'extinction des dettes* — la compensation vaut paiement —, fonction qui correspond au « settlement » anglais. Les contrats de « netting » anglo-saxons prennent du reste soin, pour aboutir à un résultat juridique semblable à celui de notre compensation, d'ajouter un mécanisme de novation (« netting by novation » ou « set off by novation ») montrant ainsi clairement que le seul « netting » ne suffit pas pour que les parties soient libérées à hauteur des montants compensés et ne restent engagées l'une envers l'autre qu'à hauteur du solde.

Tout en étant conscient du fait que traduire « netting » par *compensation* n'est pas entièrement satisfaisant du strict point de vue juridique, on utilisera cependant, par commodité, le mot *compensation* comme équivalent du terme anglais.

Au-delà de la question de la terminologie, il convient de rappeler en quoi consiste le « netting ». Comme tout système de compensation, les systèmes de « netting » ont un triple objectif : ils visent à réduire le nombre des règlements interbancaires et donc leur coût (facteur particulièrement important lorsqu'il s'agit de paiements internationaux) ; ils visent aussi à réduire les engagements réciproques des participants, c'est-à-dire en langage bancaire les risques encourus sur les contreparties (tout créancier, que la créance résulte de paiements à recevoir ou, plus encore, de contrats de change ou autres contrats financiers, encourt un risque sur son débiteur) ; ils visent, enfin, à réduire les besoins en liquidité des participants (ce troisième objectif étant un sous-produit des deux précédents). Les avantages attendus d'un système de « netting » sont d'autant plus grands que le système est multilatéral et non seulement bilatéral : on estime, en général, qu'un système bilatéral permet une réduction du nombre des paiements et une réduction des risques de l'ordre de 50 % alors qu'un système multilatéral permet une réduction allant jusqu'à 80 %, voire 90 %<sup>2</sup>.

Le « netting » est à l'ordre du jour des réunions monétaires internationales depuis plusieurs années.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, dit naguère « Comité Cooke » a, en juillet 1988, donné une première consécration à cette technique en prévoyant que les établissements de crédit pourraient,

<sup>1</sup> Journal officiel du 2 avril 1987

<sup>2</sup> Chiffres cités dans le rapport Lamfalussy ; voir aussi sur cette question l'article de Nathalie Aufaivre « Compensation des opérations de change : l'expérience de la place de Paris » dans le Bulletin de la Banque de France n° 4 – avril 1994

pour le calcul du ratio international de solvabilité, ne prendre en compte que le « net » compensé de leurs opérations de change dès lors que la technique juridique employée pour réaliser cette compensation serait la *compensation par novation* (« set off by novation ») <sup>1</sup>. La directive du 18 décembre 1989 sur le ratio européen de solvabilité a repris la même règle <sup>2</sup>.

En février 1989, un rapport d'experts sur les systèmes de paiement des banques centrales des pays du Groupe des Dix, dit « rapport Angell » du nom de son président <sup>3</sup>, avait mis en évidence les risques que pourraient présenter les systèmes de « netting » et incité les gouverneurs des banques centrales à faire étudier la question plus à fond par un groupe ad hoc. Ce groupe ad hoc a été réuni en 1989 et 1990 sous la présidence de M. Lamfalussy, alors directeur général de la Banque des règlements internationaux ; il a notamment fait étudier la question du « netting » sous l'angle juridique par un sous-groupe composé de juristes des banques centrales animé par M. Patrikis, conseiller juridique de la Banque de réserve fédérale de New York. Dans son rapport, dit « rapport Lamfalussy » <sup>4</sup>, déjà évoqué, ce groupe d'experts a formulé un certain nombre de recommandations concernant les systèmes de compensation et élaboré une liste de normes minimales auxquelles il serait souhaitable que les systèmes transfrontières et multidevises répondent. La première de ces normes minimales est que les systèmes en cause aient « une base juridique solide dans toutes les juridictions concernées » <sup>5</sup>.

À l'époque, on pouvait dire que le droit français présentait a priori au moins trois dispositions sur lesquelles il était compréhensible d'hésiter pour qualifier de « solide » la base juridique du « netting » :

– en premier lieu, l'article 33 de la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires des entreprises interdit au failli de payer aucune dette née avant l'ouverture de la procédure ; la compensation étant considérée comme un mode de paiement, sa validité même risquait d'être contestée ;

– en second lieu, l'article 14 du décret n° 85-1388 du 27 novembre 1985 (modifié par un décret du 21 avril 1988) pris pour l'application de la loi du 25 janvier 1985 susvisée fait partir les effets du jugement d'ouverture d'une procédure collective à compter de sa date, c'est-à-dire en pratique que le jugement a un effet rétroactif à 0 heure le jour de son prononcé rendant ainsi nuls les paiements et donc les compensations qui auraient été effectués entre 0 heure et la décision d'ouverture de la procédure (on peut imaginer les effets potentiels de cette règle sur les paiements internationaux compte tenu des décalages horaires et même les effets domestiques sur les systèmes fonctionnant en continu ou en temps réel) ;

– enfin, le droit français ne connaît que la compensation bilatérale (« lorsque deux personnes se trouvent débitrices l'une envers l'autre, il s'opère entre elles une compensation ... » dit l'article 1289 du Code civil) et ne connaît pas la compensation multilatérale <sup>6</sup>.

Au moment des travaux du Comité Lamfalussy, certains pays du Groupe des Dix avaient déjà commencé à se doter d'une législation permettant de considérer que le « netting » avait la « base

<sup>1</sup> Déclaration de juillet 1988 sur « la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres » dit « accord de Bâle »

<sup>2</sup> Directive du Conseil n° 89/647/CEE relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, annexe II, transposée en droit français par le règlement n° 91-05 — modifié — du Comité de la réglementation bancaire

<sup>3</sup> « Rapport sur les systèmes de compensation élaboré par le groupe d'experts sur les systèmes de paiement des banques centrales du Groupe des Dix », publié par la BRI, à Bâle en février 1989

<sup>4</sup> « Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix », publié également par la BRI à Bâle, en novembre 1990

<sup>5</sup> Sur les autres normes minimales, voir article de Nathalie Aufaivre (op. cit.) ; sur le rapport Lamfalussy lui-même et plus généralement les travaux menés au plan international, voir notamment le rapport de la Commission bancaire 1990 et l'exposé du gouverneur Trichet reproduit dans le Bulletin de la Banque de France n° 4 — avril 1994

<sup>6</sup> La compensation multilatérale pose aux juristes un problème conceptuel : il est possible, dans un système multilatéral, qu'une des parties ait à faire un paiement à une autre partie à laquelle elle ne doit rien : il suffit, par exemple, que « A » doive 100 à « B » qui lui-même doit 100 à « C ». La compensation multilatérale entre ces trois parties amène « A » à payer 100 à « C » pour solder les créances et dettes des trois parties. Mais « A » ne devant rien, directement, à « C », le paiement ainsi fait est dépourvu de fondement juridique (sauf à expliquer l'opération par d'autres techniques juridiques, cf. Jean-Pierre Mattout, communication au Colloque de Deauville en juin 1989, Revue de jurisprudence commerciale, numéro spécial, novembre 1989).

juridique solide » requise ; c'était le cas des États-Unis<sup>1</sup> et, dans une certaine mesure, du droit anglais<sup>2</sup>. Dans d'autres pays, en fait dans la grande majorité des pays membres du Groupe des Dix, aucune législation spécifique sur le « netting » n'existait et l'efficacité de ces systèmes était très dépendante de l'application du droit de la faillite. Les pays comme la France, où le droit de la faillite vise davantage à favoriser la poursuite de l'activité et le maintien de l'emploi qu'à permettre aux créanciers de réduire leurs risques en compensant leurs créances, ont, comme on l'a vu, un droit peu favorable à ce type de mécanismes. Des difficultés semblables existaient, et pour certaines existent encore, dans les droits belge, hollandais et italien.

Certes, l'hypothèque que le droit français de la faillite a pu faire peser sur les systèmes de « netting » est relative. Tout d'abord, on observe, grâce notamment au contrôle exercé par la Commission bancaire, peu de faillites bancaires en France comparativement à d'autres pays ; en outre, les techniques de gestion des crises bancaires doivent éviter les faillites brutales particulièrement dommageables aux systèmes de paiement en raison de la règle dite de « 0 heure » déjà évoquée.

Par ailleurs, le droit de la faillite, tel qu'il ressort de la jurisprudence de la Cour de cassation, laisse des portes ouvertes à la mise en œuvre des systèmes de compensation. Ainsi, par un arrêt du 19 mars 1991, la Cour de cassation a-t-elle admis que des créances et des dettes puissent être compensées nonobstant la mise en redressement judiciaire d'une des parties dès lors qu'il y a *un lien de connexité* entre lesdites créances et dettes. Cette jurisprudence a toutefois été élaborée dans une affaire qui concernait une coopérative agricole et un éleveur de porcs (d'où le nom de « jurisprudence des petits cochons » qui lui a parfois été donné par les juristes de banque) et non à propos de contrats financiers et d'établissements de crédit. Elle a toutefois été confirmée à propos d'affaires différentes<sup>3</sup> et vient même de recevoir une consécration législative<sup>4</sup>.

On pouvait penser que, en cas de mise en redressement judiciaire d'une banque liée à ses contreparties par un mécanisme de « netting », la jurisprudence inaugurée par l'arrêt du 19 mars 1991 s'appliquerait dans la mesure où l'on pourrait établir la *connexité* des dettes et créances issues des contrats soumis à l'accord de « netting ». C'était toutefois là un espoir et, aussi raisonnable soit-il, un espoir n'est pas une règle de droit positif.

Tous ces arguments (les grandes banques françaises ne font pas faillite brutalement, la jurisprudence laisse des portes de sortie, ...) sont apparus comme insuffisants aux juristes étrangers, notamment à ceux des pays anglo-saxons qui avaient fait l'effort de modifier leur législation, surtout que la concurrence entre places financières n'est pas absente du débat.

C'est cette situation qui a conduit le gouverneur de la Banque de France à demander au ministre chargé de l'Économie, par une lettre en date du 6 décembre 1990, d'envisager une modification de la législation. Après avoir envisagé de confier la tâche au Groupe plénier sur les moyens de paiement, la décision a été prise, en avril 1992, de la confier plutôt à un groupe de travail restreint<sup>5</sup>. Ce groupe, qui a réuni des représentants de la Chancellerie, de la direction du Trésor, des établissements de crédit et des différents services intéressés de la Banque a tenu plusieurs réunions entre juin et juillet 1992 et a proposé deux textes : l'un visant à lever l'hypothèque que la règle dite de « 0 heure » faisait peser sur le

<sup>1</sup> « Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act » dit « FIRREA », adopté en 1989, qui s'applique aux banques et aux caisses d'épargne assurées auprès du système d'assurance des dépôts « FDIC » (le « FIRREA » a été ultérieurement complété par d'autres dispositions : le « Bankruptcy Act » de 1990 et le « FDIC Improvement Act » de 1991)

<sup>2</sup> Notamment l'« Insolvency Act » de 1986 et la Part VII du « Companies Act » de 1989

<sup>3</sup> Voir, par exemple, les arrêts de la Cour de cassation, Chambre commerciale, des : 2 mars 1993 (qui a admis la validité de la compensation réalisée pendant la période d'observation), 27 avril 1993 (sur la compensation pendant un plan de continuation), 1er décembre 1992 (précisant que la procédure de vérification des créances n'est pas un obstacle au jeu de la compensation).

<sup>4</sup> La loi du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises complète l'article 33 de la loi du 25 janvier 1985 en précisant que l'interdiction de payer toute créance née avant l'ouverture de la procédure « ne fait pas obstacle au paiement par compensation de créances connexes ».

<sup>5</sup> Sur les travaux du Groupe plénier, voir l'exposé du gouverneur Trichet (op. cit.)

bon fonctionnement des systèmes de paiements interbancaires, l'autre visant à légaliser la compensation des contrats financiers et notamment des contrats de change.

C'est cette double proposition de texte qui, après quelques péripéties pour trouver un véhicule législatif, a abouti aux deux articles inclus dans le projet de loi portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers discuté et voté à l'automne 1993.

## 1. La compensation de contrats à terme (article 8 de la loi du 31 décembre 1993)

Formellement, le nouveau texte est inséré dans la vieille loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, toujours en vigueur (elle a été complétée en 1987, 1989 et 1991 pour permettre la création du Matif et du Conseil des marchés à terme notamment).

L'article 8 de la loi du 31 décembre 1993 modifie en fait sur deux points la loi de 1885 :

- il modifie l'article 1<sup>er</sup> pour autoriser les contrats à terme sur denrées ou marchandises qui ne donnent pas lieu à livraison ; cette modification répond au besoin de légaliser les contrats à terme sur pétrole ou métaux par exemple qui sont purement financiers et ne prévoient pas de possibilité de dénouement par livraison physique des produits en cause, seul un règlement monétaire étant possible. En contrepartie, il est prévu que ce type de contrats soit nécessairement conclu avec un établissement de crédit ou un organisme assimilé. Cette disposition, qui ne concerne pas le « netting », n'entre pas dans le champ de cette étude<sup>1</sup> ;

- la modification qui nous intéresse ici est l'insertion dans la loi de 1885, à la place d'un article devenu sans objet, d'un nouvel article 2 qui donne un fondement légal à la compensation des contrats à terme.

Il convient d'examiner la portée de ce nouvel article et aussi les conditions qui entourent sa mise en oeuvre<sup>2</sup>.

### 1.1. La portée du texte

**1.1.1.** Tout d'abord, et c'est l'essentiel, l'article en cause autorise la compensation entre « les dettes et les créances afférentes aux marchés mentionnés à l'article 1<sup>er</sup> ». Les marchés dont il s'agit sont les marchés à terme énumérés à l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 28 mars 1885, c'est-à-dire les marchés à terme sur « effets publics et autres », sur « valeurs mobilières, denrées ou marchandises » mais également « tous marchés sur taux d'intérêt » (le Matif par exemple), « sur indices » et, ce qui est sans doute le type de marchés à terme principalement visés par la loi, les marchés « sur devises ». L'expression « dettes et créances afférentes aux marchés » est un raccourci de pensée : il faut, bien entendu, comprendre dettes et créances afférentes aux *contrats* négociés sur les marchés en cause : en pratique, contrats de change, contrats d'échange (swaps) de devises ou de taux d'intérêts et autres produits dérivés.

La compensation visée par l'article 2 est une *faculté*, une facilité offerte aux organismes concernés (cf. le libellé « les dettes et créances sont *compensables* ») et non une obligation.

On ajoutera que rien ne limite cette faculté de compensation aux seules dettes et créances découlant de contrats conclus sur les marchés à terme français : si les articles ultérieurs de la loi de 1885 traitent

<sup>1</sup> Ce texte vient à nouveau d'être modifié par la loi dite de DDOEF (diverses dispositions d'ordre économique et financier) du 8 août 1994 (article 15).

<sup>2</sup> Cet article, comme l'article 8 qui est examiné plus loin, a déjà fait l'objet de plusieurs commentaires dans des revues juridiques ; notamment : Frédéric Peltier « Du netting et de la compensation ou l'affirmation d'un droit spécial », Revue de Droit bancaire, mars-avril 1994 ; Jean-Michel Bossin et Denis Lefranc, « La compensation des opérations de marché à terme », Revue Banque, février 1994 ; Patrick Stephan, « Pourquoi une nouvelle réforme de la loi du 28 mars 1885 », Bourse et Produits Financiers, janvier-février 1994 ; Jean Thibaud, « La compensation en matière de produits dérivés », Option Finance, 24 janvier 1994.

effectivement de l'organisation des marchés à terme nationaux placés sous l'autorité du Conseil des marchés à terme (CMT), l'article 1<sup>er</sup> de la loi auquel fait référence l'article 2 sur la compensation est un article de portée générale qui s'applique, comme sa rédaction l'indique, à « tous marchés à terme » sur lesquels une partie française intervient, qu'il s'agisse de marchés réglementés par le CMT ou non, de marchés français ou étrangers, sous réserve pour ces derniers de la réglementation locale. Il est d'ailleurs fait référence, dans le corps de l'article 2, à la compensation organisée par des conventions-cadres *internationales*. En outre, le fait que la nouvelle disposition législative devrait pouvoir s'appliquer à des systèmes de « netting » internationaux a été explicitement mentionné au cours des travaux parlementaires <sup>1</sup>.

**1.1.2.** La compensation ainsi autorisée par la loi peut être bilatérale mais aussi, c'est là une avancée juridique particulièrement remarquable, *multilatérale*. Le terme multilatéral ne figure pas dans le texte de l'article 2 mais la volonté du législateur sur ce point est sans ambiguïté.

On rappellera d'abord que l'exposé des motifs du projet de loi fait référence à la nécessité de donner pleine efficacité « aux dispositifs conventionnels de compensation multilatérale qui se mettent en place à l'échelon international » <sup>2</sup>. L'exposé des motifs visait d'ailleurs spécialement la participation de banques françaises au système Echo-Netting qui devrait se mettre en marche prochainement <sup>3</sup>.

Au surplus, même si le mot multilatéral ne figure pas dans la loi, il est bien fait droit à l'idée : les dettes et créances compensables sont celles qui découlent de conventions-cadres de place (on verra plus loin les conditions mises à la compensation) organisant « les relations de deux parties *au moins* ». La présence des termes « au moins » implique à l'évidence qu'il puisse y avoir plus de deux parties ; or qu'est-ce qu'une convention à plus de deux parties sinon une convention multilatérale ? La rédaction retenue par le législateur est sur ce point celle du groupe de travail restreint mis en place par la Banque et l'intention des membres de ce groupe était bien, en suggérant le libellé « deux parties au moins », de couvrir les systèmes de compensation multilatéraux sans le dire explicitement dans la mesure où parler de compensation multilatérale aurait conduit à utiliser un concept que notre Code civil ignore.

**1.1.3.** La nouvelle loi prend également soin de préciser que les textes organisant la compensation (règlements des marchés à terme lorsqu'il en existe ou conventions-cadres) peuvent prévoir « la résiliation de plein droit des marchés » (c'est-à-dire des contrats) concernés en cas de mise en redressement ou liquidation judiciaires de l'une des parties.

Les conventions qui organisent le « netting » de contrats financiers prévoient généralement, non seulement que l'ensemble des contrats conclus entre les parties sont compensés et que seul le solde net constitue le risque du créancier sur le débiteur mais aussi que ce solde net peut devenir immédiatement exigible lorsque se produit un des cas de défaillance spécialement énumérés. Ces cas de défaillance sont, par exemple, l'inexécution d'une obligation importante (un paiement non effectué à l'échéance), le retrait d'agrément comme établissement de crédit ou toute autre décision ne permettant plus d'exercer une profession réglementée, ... et aussi l'ouverture d'une procédure collective <sup>4</sup>. L'exigibilité anticipée du net de toutes les opérations régies par l'accord de compensation, y compris donc les opérations qui

<sup>1</sup> Cf. Exposé des motifs du projet de loi, Doc.Sénat n° 81, ainsi que Rapport Marini, Sénat, n° 88, page 43 et rapport Deniaud, Assemblée nationale, n° 769, page 52

<sup>2</sup> Voir aussi rapport Deniaud, précité, page 52

<sup>3</sup> Echo-Netting est un organisme régi par le droit anglais (le terme Echo est un acronyme pour Exchange Clearing House) qui se propose de mettre en place et de gérer un système de compensation pour les contrats de change, comptant et à terme, des banques adhérentes. La compensation envisagée est multilatérale et multidevises (douze devises, dont le franc français, dans un premier temps). Seules des banques de premier plan peuvent devenir membres du système (conditions de capital minimum, exigence d'une notation favorable, ...). Des mécanismes de garantie et de limitation des risques sont prévus (limites bilatérales, appels de marges, règles de répartition des pertes, ...). Une seule banque française est pour l'instant associée à ce projet qui pourrait être opérationnel à l'automne si les banques centrales, et notamment la Banque d'Angleterre, donnent leur feu vert (cet accord est conditionné par le respect des normes Lamfalussy).

<sup>4</sup> C'est le cas, par exemple, des « conditions générales AFB pour les opérations d'échange de devises ou de conditions de taux d'intérêt », du contrat proposé par l'International Swap Dealers Association, ou encore des règles devant régir le système Echo-Netting.

ne sont pas arrivées à leur échéance initiale, permet à la partie non défaillante de se libérer tout de suite de ses engagements envers la partie défaillante en lui réglant immédiatement le solde net si c'est elle qui est débitrice ou, inversement, en exigeant le règlement du solde net<sup>5</sup>. Ce mécanisme d'exigibilité anticipé ou de déchéance du terme est désigné en langue anglaise sous le terme de « close out ».

Or il se trouve que la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires des entreprises prohibe la résiliation anticipée des contrats en cas de dépôt de bilan et cela, bien entendu, pour ne pas compromettre le redressement de l'entreprise qui est la finalité du droit français de la faillite<sup>1</sup>. Dès lors, seule une disposition législative spéciale pouvait rendre possible ce que la loi sur la faillite interdit. C'est l'objet du second alinéa du nouvel article 2 ajouté à la loi de 1885.

Cette disposition a également pour avantage d'éviter que l'administrateur judiciaire de la contrepartie défaillante puisse pratiquer ce que les anglo-saxons appellent le « cherry-picking » (littéralement : le choix de ne prendre que les cerises sur le gâteau), c'est-à-dire choisir la poursuite des opérations qui sont profitables à l'établissement défaillant et résilier les autres. On rappellera, à ce propos, que le droit français de la faillite autorise l'administrateur judiciaire à « exiger l'exécution des contrats en cours »<sup>2</sup>. En autorisant les clauses prévoyant la « résiliation de plein droit » des opérations, la loi permet de retirer à l'administrateur judiciaire la faculté d'exiger la poursuite des seuls contrats profitables et écarte donc ce risque de « cherry-picking ».

**1.1.4.** Pour qu'il n'y ait aucun doute sur le fait que les contrats à terme sont compensables même lorsque des lois antérieures, y compris des lois d'ordre public comme celle du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires, s'y opposeraient, un troisième alinéa a été ajouté au nouvel article 2 précisant que « les dispositions du présent article sont applicables nonobstant toute disposition législative contraire ».

## ***1.2. Les conditions mises à la compensation des contrats à terme***

Le souci de ne déroger au droit commun que dans la mesure strictement nécessaire à la réalisation de l'objectif assigné a été constamment présent durant la procédure d'élaboration du texte. Puisque l'objectif était d'éliminer les obstacles susceptibles d'entraver la participation des banques françaises aux systèmes de « netting », le ministère de la Justice et ensuite le Parlement ont logiquement veillé à ce que les possibilités de compensation soient encadrées dans des limites précises. D'où les conditions restrictives contenues dans le texte. Ces conditions tiennent principalement à l'existence d'un cadre juridique imposé et à la qualité des parties.

**1.2.1.** Le « netting » ne bénéficie de la reconnaissance légale que s'il s'insère dans un des deux cadres suivants : ou bien il est prévu par un « règlement général » ou des « règlements particuliers » visés par les lois de 1885 sur les marchés à terme et du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs (il s'agit en clair des règlements du Conseil du marché à terme et du Conseil des bourses de valeurs)<sup>3</sup> ou bien il découle d'une « convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale ».

<sup>5</sup> Certaines conventions de compensation (notamment celle de l'AFB susmentionnée dans sa première version) ont pu prévoir que si c'est la partie non-défaillante qui est débitrice, elle peut s'abstenir de payer ce qu'elle doit à la partie défaillante (clause de « one way payment » ou de « walk away » en anglais). Il s'agit là de véritables sanctions civiles dont l'équité est discutable et qui tendent à disparaître sous la pression, principalement, du Comité de Bâle.

<sup>1</sup> Précisément, l'article 37, 5<sup>e</sup> alinéa, de la loi dispose que « nonobstant toute disposition légale ou toute clause contractuelle, aucune indivisibilité, résiliation ou résolution de contrat ne peut résulter du seul fait de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire » et l'article 56 que « le jugement d'ouverture du redressement judiciaire ne rend pas exigible les créances non échues à la date de son prononcé. Toute clause contraire est réputée non écrite ».

<sup>2</sup> Article 37 de la loi du 25 janvier 1985

<sup>3</sup> Cf. par exemple, articles 4.3-4 et suivants du règlement général du CBV (Monep)

La manière dont sont désignés les contrats-cadres peut apparaître lourde mais elle s'explique par le fait que le législateur a voulu reproduire la pratique bancaire : les systèmes de « netting » de contrats financiers, de contrats de change par exemple, impliquent, en général, trois niveaux :

– au niveau supérieur une association professionnelle ou un groupe d'établissements élabore une convention-cadre ; c'est ce qu'a fait l'AFB avec ses « conditions générales pour les opérations d'échange de devises ou de conditions d'intérêt » ou l'International Swap Dealers Association avec son « Swap Master Agreement » ;

– à un niveau intermédiaire, chaque établissement admis à participer au système signe avec un organisme ou établissement centralisateur ou avec chacune de ses contreparties, selon le type d'organisation adopté, des conventions-cadres conformes à la convention-cadre élaborée par les promoteurs du système ainsi qu'indiqué ci-dessus ; ces conventions-cadres multi ou bilatérales peuvent contenir des clauses particulières dérogatoires, au moins dans certaines limites ;

– enfin, à la base, se trouvent les opérations effectuées par les négociateurs (achats, ventes, échanges de devises, de contrats de taux d'intérêt, etc...) dont chacune constitue en droit un contrat séparé, matérialisé le plus souvent par une « confirmation », laquelle ne contient que les caractéristiques de l'opération particulière (montant, durée, prix, ...), la convention-cadre ayant réglé tout le reste une fois pour toutes.

Le respect de cette architecture explique la double référence à une « *convention-cadre* (celle, signée entre les parties, c'est le niveau intermédiaire distingué plus haut) *respectant les principes généraux* (principes généraux seulement puisque l'on peut ajouter des conditions particulières) d'une *convention-cadre de place* » (c'est le cadre général fixé par l'organisation professionnelle ou le groupe d'établissements promoteur du système).

À cela, le législateur a fort opportunément ajouté la précision que la convention-cadre de place peut être « nationale ou internationale ».

La question se posera de savoir ce qui permet de donner le label « de place » à telle ou telle convention-cadre. Sur le plan national, diverses solutions sont envisageables ; l'une de ces solutions consiste à faire approuver la convention-cadre par une autorité incontestable, comme, par exemple, le gouverneur de la Banque centrale. C'est ce que vient de prévoir le législateur, dans un domaine voisin, en autorisant la compensation des dettes et créances afférentes aux opérations de pension (le « netting » des pensions) lorsque celles-ci sont « régies par une convention-cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire »<sup>1</sup>.

Sur le plan international, le label « de place » sera peut-être plus délicat à attribuer, encore qu'il soit incontestable que les banques centrales et les autorités de surveillance bancaire ont un mot à dire (il ne faut pas oublier que le « netting » a un objectif de réduction des risques et donc un impact possible sur les ratios de solvabilité qui ne peut laisser indifférentes les autorités de surveillance bancaire). On rappellera d'ailleurs qu'une des recommandations du rapport Lamfalussy précité porte sur l'organisation, par les banques centrales, d'un « suivi concerté » des systèmes de compensation transfrontières.

Il est certain, au demeurant, que, dans la mesure où la loi consacre une très large liberté contractuelle en indiquant que la compensation peut se faire « selon les modalités d'évaluation » prévues par la convention-cadre elle-même, un contrôle devra nécessairement être fait sur le contenu de ces « modalités » de telle sorte que seules les conventions acceptables puissent avoir un impact positif sur les ratios de solvabilité.

<sup>1</sup> Article 16 de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier

**1.2.2.** Deuxième condition, le « netting » n'est pas ouvert à tout le monde. S'il résulte d'un cadre réglementaire, seuls les établissements ou entreprises concernés par ce règlement peuvent en profiter : les sociétés de bourse dans le cadre du règlement du CBV, les intervenants sur le Matif dans le cadre du règlement du CMT. S'il s'insère dans le cadre contractuel d'une convention de place, la loi impose la présence d'une banque ou d'un établissement appartenant à une profession financière organisée : selon le texte du nouvel article 2 de la loi de 1885, la convention-cadre doit organiser les relations entre deux parties au moins « dont l'une est un établissement de crédit » ; aux établissements de crédit sont assimilées pour les besoins de la cause, les institutions ou entreprises visées aux articles 8 ou 69 de la loi bancaire (Caisse des dépôts, Banque de France, ... et agents des marchés interbancaires), les entreprises d'assurance et les sociétés de bourse ; il peut aussi s'agir d'un établissement non résident ayant un statut comparable.

Cela ne veut pas dire que seuls des banques ou organismes financiers peuvent bénéficier du nouveau régime légal du « netting » : des entreprises non bancaires peuvent recourir au netting pour leurs contrats à terme mais elles doivent alors adhérer à une convention-cadre à laquelle participe au moins une banque ou un organisme financier assimilé ; elles ne peuvent pas bénéficier du régime légal si elles pratiquent le « netting » entre elles<sup>1</sup>. À l'évidence, cette précaution répond au souci de ne pas ouvrir une trop large brèche dans le droit de la faillite dans laquelle toute entreprise pourrait s'insérer sans contrôle.

Les dispositions que l'on vient d'examiner concernant le netting sont utilement complétées par celles sur la sécurité des systèmes de paiements interbancaires dont il convient maintenant de dire quelques mots.

## 2. La protection des systèmes de paiement (article 4 de la loi du 31 décembre 1993)

L'objectif visé par l'article 4 de la loi du 31 décembre 1993 est d'éviter les effets néfastes qui résulteraient de la règle de « 0 heure » en cas de faillite brutale d'un établissement de crédit.

On rappellera rapidement en quoi consiste cette règle de « 0 heure » : la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires des entreprises interdit, en principe, au débiteur d'effectuer des paiements à compter du jour du jugement d'ouverture de la procédure ; c'est l'article 33, alinéa 1, de la loi. L'interdiction des paiements est une conséquence logique du dessaisissement du failli, dessaisissement autrefois systématique dans le droit des procédures collectives et dont la loi de 1985 comporte encore plusieurs manifestations. Or, comme on l'a dit, le décret d'application du 27 décembre 1985 précise que le jugement d'ouverture prend effet à compter de sa *date*, ce dont les juges concluent qu'il prend effet rétroactivement à compter de 0 heure le jour de son prononcé et non à compter de l'heure de son prononcé (l'heure du prononcé n'est d'ailleurs jamais indiquée en pratique). En conséquence, dans l'hypothèse où un établissement participant à un système de paiement ferait brutalement faillite, ces dispositions impliquent la nullité des paiements effectués depuis la première heure du jour considéré, obligeant ainsi, en théorie, les bénéficiaires desdits paiements à les restituer, sans pouvoir, bien entendu, récupérer les paiements faits, inversement, au profit de l'établissement défaillant. On imagine aisément le risque systémique que ne manquerait pas d'engendrer une telle situation surtout lorsque le système véhicule des paiements de montants importants, paiements qui sont le plus souvent réutilisés aussitôt que reçus ; s'agissant de paiements internationaux, les problèmes de décalages horaires et de fermeture des marchés de change aggravent, bien entendu, ce risque.

<sup>1</sup> Sauf connexité avérée des contrats en cause, auquel cas la jurisprudence « des petits cochons » et les nouvelles dispositions de la loi du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises, qui complète l'article 33 de la loi du 25 janvier 1985 en précisant que l'interdiction de payer toute créance née avant l'ouverture de la procédure « ne fait pas obstacle au paiement par compensation de créances connexes » pourraient s'appliquer.



C'est donc ce problème — encore une fois potentiel puisqu'aucune situation de ce genre n'a été vécue en France, mais inquiétant vu notamment de l'étranger — que vise à résoudre l'article 4 de la loi du 31 décembre 1993.

### 2.1. Les paiements concernés

L'article 4 insère un nouvel article 93-1 dans la loi bancaire du 24 janvier 1984 indiquant que « nonobstant toute disposition législative contraire, les paiements effectués dans le cadre de systèmes de règlements interbancaires, jusqu'à l'expiration du jour où est rendu un jugement de redressement ou de liquidation judiciaires à l'encontre d'un établissement participant, directement ou indirectement, à un tel système ne peuvent être annulés au seul motif qu'est intervenu ce jugement ». Le texte est clair : le jeu conjugué de l'article 33 de la loi sur la faillite et de l'effet rétroactif à 0 heure du jugement d'ouverture n'est désormais plus à craindre.

Trois commentaires semblent toutefois nécessaires.

**2.1.1.** En premier lieu, on observera que ce sont les paiements effectués jusqu'à l'expiration du jour où est rendu le jugement d'ouverture qui sont validés. Autrement, il s'agit des paiements effectués entre 0 heure et le prononcé du jugement mais aussi des paiements effectués entre le prononcé du jugement et minuit.

D'aucuns pourraient voir là une porte ouverte à la fraude. Le risque a été perçu par les rédacteurs du texte mais jugé mineur. L'idée de voir le banquier failli mettre à profit cette facilité pour faire des paiements préférentiels est en effet apparue assez peu réaliste. La raison en est tout d'abord que le texte ne concerne que les paiements faits par l'intermédiaire d'un *système* de règlements interbancaires, les paiements faits directement à un créancier, par chèque par exemple <sup>1</sup>, ne bénéficient pas de la nouvelle protection légale. En outre, l'article de loi est destiné à éviter la remise en cause d'une compensation ou des écritures passées en application de traitements informatiques complexes, il n'a nullement pour effet de faire échapper le participant défaillant à l'ensemble du droit de la faillite : l'article 33 de la loi du 25 janvier 1985, par exemple, continue à lui être applicable et la nouvelle loi ne doit pas être entendue comme autorisant le failli à s'en affranchir de manière générale ; les paiements frauduleux restent tels et nul doute que l'administrateur judiciaire conserve une action contre le bénéficiaire ainsi avantagé (ce n'est là d'ailleurs que l'application de l'adage selon lequel « la fraude corrompt tout »). Le rappel de paiements frauduleux ou simplement irréguliers reste a priori possible mais selon une procédure bilatérale entre l'administrateur judiciaire et le bénéficiaire, ce qui compte c'est que le *fonctionnement d'un système interbancaire* ne soit pas affecté.

Il faut également considérer que les paiements traités dans certains systèmes doivent y être entrés avant une heure limite, voire la veille ou même plusieurs jours à l'avance (exemple du traitement différé et global des paiements de masse) et sont inscrits aux comptes des intéressés au terme d'une procédure qu'il est très malaisé d'interrompre, ce qui justifie que l'on ait pu prolonger sans grands risques l'irrévocabilité jusqu'au terme de la journée.

**2.1.2.** On notera aussi que le texte vise les établissements participants directement ou indirectement à un système de paiements. Cette précision a pour objet de couvrir aussi bien les paiements faits par des participants directs à un système de paiement que les paiements concernant des participants indirects.

**2.1.3.** Enfin, d'un point de vue formel, il est intéressant de voir que la nouvelle disposition législative est insérée dans la loi bancaire et non dans un autre texte. Le législateur n'a pas voulu, notamment, procéder par modification de la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires,

<sup>1</sup> Au moins tant que le chèque ne revient pas présenté par un système de règlements interbancaires

montrant bien ainsi son souhait de voir cette entorse au droit de la faillite réservée au secteur bancaire et non pas risquer d'être perçue comme une dérogation générale au droit des procédures collectives.

Il avait été suggéré d'inclure le texte dans le titre IV de la loi bancaire intitulé « protection des déposants et des emprunteurs » (articles 51 à 57) pour suggérer que, à travers cette exception au droit de la faillite, ce sont les clients des banques qui sont protégés (les paiements qui bénéficient de la nouvelle protection législative sont autant les paiements faits pour le compte de la clientèle que ceux faits par les banques pour leur propre compte) mais cette suggestion n'a pas été retenue. L'article 93-1 figure dans les « dispositions diverses » (titre VII) de la loi bancaire.

## 2.2. Les systèmes concernés

Là encore, dans le souci de limiter au strict nécessaire la portée du texte, la loi précise quels sont les systèmes concernés ; c'est l'objet de l'alinéa 2 du nouvel article.

La définition des systèmes de règlements interbancaires qui est donnée à l'alinéa 2 comporte, au demeurant, de nombreux points communs avec la rédaction de l'article sur le « netting ». On reprendra chacun des éléments qui concourent à cette définition en décomposant la longue phrase — treize lignes au Journal officiel — de cet alinéa. Par système de règlements interbancaires, il faut entendre, dit le texte de loi :

- une *procédure* (le terme est volontairement très général),
- *nationale ou internationale* (les systèmes de paiement, internationaux auxquels des établissements français participent — Ecu clearing system par exemple — sont donc également concernés),
- *soit instituée par une autorité publique* (on peut voir là une référence aux systèmes institués par les banques centrales),
- *soit régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place* (on ne peut que renvoyer sur ce point aux commentaires faits en première partie) ou par une convention-type (cette référence vise, par exemple, les conventions d'adhésion aux chambres de compensation),
- *organisant les relations entre deux parties au moins* (les systèmes multilatéraux — voir là aussi ce qui a été dit en première partie — sont donc concernés comme les systèmes bilatéraux et il s'agit là d'une avancée qui est appréciable même en dehors du contexte du droit de la faillite),
- *ayant la qualité d'établissements de crédit* ou d'établissements assimilés (l'énumération est la même que dans l'article sur le « netting », à l'exception des compagnies d'assurances ; sont donc visées les institutions et organismes de l'article 8 de la loi bancaire comme la Banque de France ou la Caisse des dépôts, les agents des marchés interbancaires <sup>1</sup>, les sociétés de bourse et les établissements étrangers ayant un statut comparable à celui de l'une des catégories précédentes),
- *permettant l'exécution à titre habituel* (une procédure qui aurait été instituée pour faire des paiements de manière non habituelle n'a, à juste titre, pas le droit à l'appellation de « système » et donc ne bénéficie pas de la protection légale instituée par le texte),
- *par compensation ou non* (sont donc couverts à la fois les systèmes fonctionnant en règlement brut — TBF par exemple — et ceux dont les règlements sont compensés — SIT par exemple —),
- *de paiements en francs ou en devises entre lesdits participants* (il était, bien entendu, important de ne pas oublier les systèmes de paiements en devises, spécialement les systèmes de « netting » portant sur du change comptant).

<sup>1</sup> L'inclusion des AMI est nécessaire en raison du fait que ces entreprises participent au système de règlement des contrats Matif

La définition ainsi retenue est à la fois suffisamment restrictive pour qu'il n'y ait pas de risques de débordement au-delà du secteur bancaire et assimilé et suffisamment large pour couvrir non seulement les systèmes de règlements purs, ceux qui ne véhiculent que des paiements, mais aussi les systèmes dans lesquels la fonction paiement n'est qu'un élément d'un ensemble plus complexe, comme par exemple les systèmes de règlement-livraison de titres (Relit, ...) et les systèmes de « netting » de contrats financiers. On voit ainsi le lien entre les deux textes.

À n'en pas douter, ces deux textes de loi donnent au « netting » la *base juridique solide* et incontestable qui lui faisait défaut jusqu'à présent et confortent la sécurité des systèmes de paiement, dans la mesure où des établissements régis par le droit français sont concernés. Ils devraient par conséquent lever toute réticence juridique à la participation de banques françaises à des systèmes internationaux.

Ce faisant, le droit français est désormais aux meilleures normes internationales assurant au « netting » et aux règlements interbancaires une efficacité semblable à celle dont il bénéficie aux États-Unis<sup>2</sup> et, depuis une réforme récente, en Belgique<sup>3</sup>. Des projets de mise à niveau comparable sont à l'étude en Italie et aux Pays-Bas. La pression sur les pays dont le système juridique n'assure pas tous apaisements juridiques risque, en effet, de se maintenir. Dans le domaine des systèmes de paiement, les effets pervers de la règle dite de *0 heure*, là où elle existe encore, sont dénoncés dans la plupart des instances qui s'intéressent à la question, que ce soit dans le cadre des travaux menés par les banques centrales européennes<sup>1</sup> ou dans le cadre de ceux de la Commission européenne à Bruxelles<sup>2</sup>.

En matière de compensation de contrats financiers, le fait que des pays de droit civil, comme la Belgique et la France, se soient dotés de dispositions législatives sur le « netting » sans avoir recours aux techniques anglo-saxonnes de « set off by novation » permet d'envisager une évolution plus équitable des règles de calcul des ratios de solvabilité des banques. C'est ainsi que l'« accord de Bâle » de juillet 1988, qui n'envisageait que le « netting by novation » anglo-saxon comme facteur de réduction des risques pour le calcul du ratio international de solvabilité, a été révisé et fait maintenant droit à la compensation conventionnelle à la française<sup>3</sup>. Quant aux instances communautaires, elles sont en train d'élaborer une directive modificative pour le calcul du ratio européen de solvabilité, allant dans le même sens que l'accord de Bâle révisé<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> « Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act » dit « FIRREA », adopté en 1989, qui s'applique aux banques et aux caisses d'épargne assurées auprès du système d'assurance des dépôts « FDIC » (le « FIRREA » a été ultérieurement complété par d'autres dispositions : le « Bankruptcy Act » de 1990 et le « FDIC Improvement Act » de 1991)

<sup>3</sup> Article 157 de la loi du 22 mars 1993. Pour commentaire, voir notamment, Diégo Devos, « Le netting en droit belge », Revue (belge) de la Banque, mars 1994

<sup>1</sup> Cf. le principe n° 7 de la recommandation figurant dans le rapport du groupe de travail sur les systèmes de paiement (dit groupe Padoa-Schioppa du nom de son président) intitulé « Report on minimum common features for EC payment systems »

<sup>2</sup> Cf., par exemple, les travaux du groupe de travail de la Commission sur le cadre juridique des paiements transfrontières dans la Communauté

<sup>3</sup> Déclaration du Comité de Bâle sur « l'adéquation des fonds propres : traitement du risque de crédit lié à certains instruments de hors bilan » rendue publique le 15 juillet 1994.

<sup>4</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 89/647/CEE en ce qui concerne la reconnaissance par les autorités de surveillance des contrats de novation et des conventions de compensation, doc. COM (94)-105-94-0099

**LOI N° 93-1444 DU 31 DÉCEMBRE 1993  
PORTANT DIVERSES DISPOSITIONS RELATIVES À LA BANQUE DE FRANCE,  
À L'ASSURANCE, AU CRÉDIT ET AUX MARCHÉS FINANCIERS**

**TITRE II**

**DISPOSITIONS RELATIVES AU CRÉDIT**

Art. 4.– Il est inséré, au chapitre Ier du titre VII de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée, un article 93-1 ainsi rédigé :

« Art. 93-1.– Nonobstant toute disposition législative contraire, les paiements effectués dans le cadre de systèmes de règlements interbancaires, jusqu'à l'expiration du jour où est rendu un jugement de redressement ou de liquidation judiciaires à l'encontre d'un établissement participant, directement ou indirectement, à un tel système ne peuvent être annulés au seul motif qu'est intervenu ce jugement.

« Un système de règlements interbancaires s'entend, au sens du présent article, d'une procédure, nationale ou internationale soit instituée par une autorité publique, soit régie par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place ou par une convention type, organisant les relations entre deux parties au moins ayant la qualité d'établissement de crédit, d'institution ou entreprise visée aux articles 8 et 69 de la présente loi, de société de bourse régie par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs ou d'établissement non résident ayant un statut comparable, permettant l'exécution à titre habituel, par compensation ou non, de paiements en francs ou en devises entre lesdits participants. »

**TITRE III**

**DISPOSITIONS RELATIVES AUX MARCHÉS À TERME**

Art. 8.– La loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme est ainsi modifiée :

III.– Il est inséré un article 2 ainsi rédigé :

« Art.2.– Les dettes et les créances afférentes aux marchés mentionnés à l'article 1<sup>er</sup>, lorsqu'ils sont passés dans le cadre du règlement général ou des règlements particuliers visés à l'article 6 de la présente loi ou à l'article 6 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, ou lorsqu'ils sont régis par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale et organisant les relations entre deux parties au moins dont l'une est un établissement de crédit, une institution ou une entreprise visée aux articles 8 et 69 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, une entreprise visée à l'article L.310-1 du code des assurances, une société de bourse régie par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 précitée, ou un établissement non résident ayant un statut comparable, sont compensables selon les modalités d'évaluation prévues par lesdits règlements ou ladite convention-cadre.

« Lesdits règlements ou ladite convention-cadre, lorsqu'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, peuvent prévoir la résiliation de plein droit des marchés mentionnés à l'alinéa précédent.

« Les dispositions au présent article sont applicables nonobstant toute disposition législative contraire. »

# CARACTÉRISTIQUES FINANCIÈRES DES PMI AYANT BÉNÉFICIÉ D'UN PLAN DE REDRESSEMENT JUDICIAIRE

Les dettes passées continuent à peser sur la structure financière.

---

LOEIZ RAPINEL  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*

■ La révision de la loi de 1985 relative au redressement judiciaire a été l'occasion d'un débat sur l'efficacité des plans de continuation ou de cession d'activité. L'objet de cette étude n'est pas de le trancher. Il est cependant apparu intéressant de procéder à une analyse financière des entreprises ayant subi une défaillance et ayant bénéficié d'un plan.

■ Le présent article montre qu'après une défaillance, les PMI ayant bénéficié d'un plan de cession ou de poursuite d'activité ont éprouvé plus de difficultés à s'adapter au ralentissement de l'activité économique que les PMI n'ayant pas connu de redressement judiciaire :

la rentabilité globale des premières est alors devenue inférieure à celle des secondes.

■ En outre, les dettes passées ont eu un double impact sur la structure financière des PMI défaillantes : renforçant un effet de levier favorable, elles ont permis à ces firmes de dégager une meilleure rentabilité financière que leurs homologues non défaillantes ; par contre, elles ont pesé lourdement sur leur trésorerie en raison des forts remboursements en capital qu'elles ont générés.

Le redressement judiciaire suit une procédure unique depuis la loi du 25 janvier 1985.

– Un jugement d'ouverture constate la cessation des paiements, c'est-à-dire l'impossibilité pour l'entreprise de faire face à son passif exigible avec son actif disponible (article 3 de la loi de 1985)<sup>1</sup> ; la firme est alors mise en règlement judiciaire.

– Six mois à un an plus tard, un second jugement décide de l'avenir de la société, deux possibilités étant offertes :

la liquidation judiciaire qui prononce le décès de l'entreprise,

le redressement judiciaire qui se traduit soit par un plan de continuation d'activité, soit par un plan de cession totale ou partielle de l'activité à une autre firme.

Dans la dernière hypothèse, l'objectif est de créer les conditions permettant à l'entreprise de poursuivre normalement son exploitation, tout en apurant son passif.

La situation financière des sociétés ayant bénéficié d'un plan de continuation ou de cession est-elle alors comparable à celle de firmes n'ayant pas subi de défaillance ?

Pour répondre à cette question, il sera procédé à une comparaison des données financières 1990 et 1991 de PMI ayant bénéficié d'un plan de continuation ou de cession en 1987, 1988 et 1989<sup>2</sup> à celles de PMI n'ayant pas subi de défaillance. Afin d'éliminer tout effet taille et tout effet secteur, les deux échantillons présentent les mêmes caractéristiques dans ces domaines<sup>3</sup>.

Bon indicateur de vulnérabilité des entreprises, le rapport frais financiers/excédent brut global constitue l'une des évaluations possibles de la contrainte de solvabilité<sup>4</sup>. Il s'est particulièrement alourdi en 1991 pour les firmes ayant connu un redressement judiciaire, alors même qu'aucun écart n'apparaît avec les autres entreprises en 1990.

Cette année-là, la part des intérêts dans l'excédent brut global s'est élevée à 41,2 % pour les PMI défailtantes, contre 40,3 % pour les PMI non défailtantes. Cette proximité pourrait être jugée comme encourageante. Mais les PMI défailtantes ont moins bien supporté une conjoncture s'affaiblissant en 1991. En effet, les frais financiers ont représenté pour ces firmes un prélèvement de 60,9 % dans l'excédent brut global alors que la dégradation pour les PMI non défailtantes a été plus limitée (49,6 %).

Cependant, cette fragilité plus importante ne se retrouve pas lorsque l'on passe d'un indicateur de solvabilité à un indicateur de liquidité : les frais financiers ont représenté dans les firmes ayant connu un redressement judiciaire une part de l'excédent de trésorerie globale équivalente à celle constatée dans les PMI non défailtantes<sup>5</sup>. L'analyse des conditions d'exploitation et donc de la formation de l'excédent brut global, au travers de la combinaison productive, permettra de montrer que les PMI défailtantes ont dégagé, en 1991, une rentabilité brute globale<sup>6</sup> inférieure à celle des firmes non défailtantes.

<sup>1</sup> Sur l'explicitation juridique, cf. Y. Guyon, « Droit des affaires », Tome 2, 1991, éditions Economica

<sup>2</sup> Pour les justifications de cet échantillon, cf. annexe 1

<sup>3</sup> Cf. annexe 2 – les travaux informatiques ont été réalisés par Nicole Laurin, membre de la cellule informatique de l'Observatoire des entreprises.

<sup>4</sup> Voir Mireille Bardos, « Le risque de défaillance d'entreprises », Cahiers économiques et monétaires n°19, Banque de France, 1984 et « Méthode des scores de la Centrale de bilans », collection Entreprises, Banque de France, 1991

<sup>5</sup> Excédent de trésorerie globale = excédent brut global – variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation – variation des besoins en fonds de roulement hors exploitation

<sup>6</sup> Cf. encadré méthodologique ci-dessous pour les définitions

Par contre, la vulnérabilité plus importante des entreprises ayant connu un redressement judiciaire se retrouve de nouveau au niveau de la charge totale de la dette (frais financiers et capital) : celle-ci a en effet représenté, toutes années confondues, 113,8 % de l'excédent de trésorerie globale, contre 95,7 % dans les PMI non défailtantes. L'analyse de la structure de financement, au travers de la contrainte de financement, permettra de montrer que le moratoire des dettes obtenu par les PMI défailtantes a été accompagné d'un effort insuffisant de financement propre, à l'origine d'un important taux d'apport externe : celui-ci a alors, d'une part, amplifié l'effet de levier et permis une rentabilité financière plus élevée dans ces firmes, et d'autre part, occasionné de forts remboursements en capital.

La gestion de la combinaison productive et la maîtrise de la contrainte de financement constituent deux dimensions de la rentabilité financière d'une entreprise<sup>1</sup>. Elles peuvent être synthétisées par la formule suivante<sup>2</sup> :

$$\frac{\text{CAF}}{\text{Fin. Prop.}} = \left[ \frac{\text{VAG}}{\text{Cg}} (1-w) + \frac{\text{App. Ext.}}{\text{Fin. Prop.}} \left( \frac{\text{EBG}}{\text{Cg}} - \frac{i}{\text{App. Ext.}} \right) \right] (1-t) + \frac{\text{Charges maintien}}{\text{Fin. Prop.}} \times t$$

avec :

- CAF/Fin. Prop. = rentabilité financière ;
- VAG/Cg (1 - w) = multiplicateur de la répartition de la VAG sur la rentabilité économique<sup>3</sup> (combinaison productive) :  
 VAG/Cg = efficacité apparente du capital engagé ;  
 (1-w) = taux de marge, indicateur de répartition de la valeur ajoutée ;
- App. Ext./Fin. Prop. (EBG/Cg - i/App. Ext.) = levier des apports externes (contrainte de financement) :  
 App. Ext./Fin. Prop. = taux d'apport externe ;  
 EBG/Cg - i/App. Ext. = rentabilité brute globale - taux d'intérêt apparent = différentiel rentabilité-coût

<sup>1</sup> Pour la justification de la décomposition, voir Bernard Paraque, « Contraintes économiques des PMI et des grandes entreprises 1980-1990 », Banque de France, Centrale de bilans, n° B 92/14. Voir également Robert Salais et Michel Storper, « Les mondes de la production : enquête sur l'identité économique de la France », éditions de l'École des hautes études en sciences sociales, 1993. Ces derniers notent, p. 68, que « la rentabilité des capitaux mis en œuvre par la firme lui donne, en dernière instance, une indication du degré ultime de cohérence de ses choix ». Ils présentent alors deux décompositions de la profitabilité en fonction de ratios de gestion, ajoutant que « ce ne sont pas de simples forces algébriques « formelles » ; ce sont des contradictions que la firme rencontre dans la réalité de son fonctionnement et entre lesquelles elle doit négocier une sorte d'« équilibre dynamique », dont la nature est particulière à chaque modèle de production, ainsi qu'aux différents compromis réalisables entre eux. ». C'est dans cette perspective que se situe l'analyse présentée : la formule utilisée visant à décrire une dynamique économique et non à rendre compte d'une égalité arithmétique. Ainsi, chaque ratio de part et d'autre du signe d'égalité est calculé au niveau individuel et séparément des autres. En effet, les propriétés arithmétiques de la moyenne n'autorisent pas un calcul par la décomposition.

<sup>2</sup> Avec :  
 - CAF : capacité d'autofinancement,  
 - Fin. Prop. : financement propre,  
 - VAG : valeur ajoutée globale,  
 - Cg : capital engagé,  
 - w = frais de personnel/VAG : part des frais de personnel dans la valeur ajoutée globale,  
 - App. Ext. : apports externes,  
 - EBG : excédent brut global,  
 - i : intérêts,  
 - charges maintien : charges de maintien du potentiel de production,  
 - t = impôt sur les bénéfices/EBG - frais financiers - charges maintien : taux d'imposition apparent.

<sup>3</sup> VAG/Cg (1 - w) = VAG/Cg x EBG/VAG = EBG/Cg = rentabilité brute globale

## 1. Une plus forte efficacité du capital engagé des PMI défailtantes, mais une rentabilité globale inférieure en 1991

### 1.1. Grâce à une structure moins capitalistique, les PMI défailtantes ont dégagé une plus forte efficacité du capital engagé

#### 1.1.1. La valeur ajoutée tirée de la production a été proche d'une population à l'autre <sup>1</sup>

FORMATION DE LA VALEUR AJOUTÉE						
<i>(en pourcentage)</i>						
	DÉFAILTANTES			NON DÉFAILTANTES		
	Variation du CA	Variation de la VA	Taux de VA (a)	Variation du CA	Variation de la VA	Taux de VA
1990.....	10,3	15,6	43,1	9,2	10,3	39,7
1991.....	<b>5,2</b>	2,7	42,4	<b>0,9</b>	2,3	39,6

(a) Taux de valeur ajoutée au coût des facteurs = valeur ajoutée/production globale

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

Entre 1990 et 1991, le taux de valeur ajoutée des PMI défailtantes est demeuré relativement stable, ce qui suppose une évolution comparable du numérateur du ratio, la valeur ajoutée, et de son dénominateur, la production globale, soit + 2,7 %.

Or cette dernière résulte de la somme du chiffre d'affaires, de la production stockée et de la production immobilisée <sup>2</sup>.

En outre, le chiffre d'affaires a progressé plus rapidement en 1991 (+ 5,2 %) que la production globale. Ainsi, les PMI défailtantes ont adapté leur production à une conjoncture moins favorable, en réduisant leurs stocks de produits.

À l'inverse, les entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire ont procédé à un accroissement de leurs stocks en 1991. Leur taux de valeur ajoutée, comme pour les firmes défailtantes, est demeuré identique à celui de 1990 : la valeur ajoutée et la production globale ont donc varié dans les mêmes proportions. Mais, contrairement à l'évolution constatée dans les PMI défailtantes, la valeur ajoutée, comme la production, a crû plus vite (+ 2,3 %) que le chiffre d'affaires (+ 0,9 %) en raison du gonflement des stocks de produits.

Par ailleurs, structurellement, les entreprises défailtantes et les non défailtantes ont retiré de leur production une valeur ajoutée proche : le taux de valeur ajoutée est peu différent entre les deux échantillons, tant en 1990 qu'en 1991. Toutefois, notamment en 1990, et de manière plus prononcée sur le troisième quartile, la distribution de ce ratio montre un taux de valeur ajoutée légèrement supérieur dans les PMI défailtantes.

TAUX DE VALEUR AJOUTÉE						
<i>(en pourcentage)</i>						
	1990			1991		
	q1	q2	q3	q1	q2	q3
PMI défailtantes.....	33,3	42,1	53,3	31,9	41,6	51,8
PMI non défailtantes.....	30,0	39,6	49,2	30,5	39,8	49,9

<sup>1</sup> Dans tous les tableaux, les chiffres en gras représentent les écarts statistiquement discernables entre les deux populations d'entreprises, au seuil de 5 %.

<sup>2</sup> Celle-ci peut être négligée dans le raisonnement : dans les PMI, la production immobilisée est en effet peu importante, voire inexistante.



*Au total, les entreprises ayant connu un redressement judiciaire et leurs homologues non défailtantes ont retiré de leur production une valeur ajoutée proche. Dès lors, l'opposition entre les deux populations sur l'efficacité du capital engagé, qui sera analysée plus loin résulte de la structure de la combinaison productive.*

### 1.1.2. La meilleure efficacité du capital engagée des PMI défailtantes résulte d'une structure moins capitalistique

#### 1.1.2.1. Malgré une politique d'investissement semblable à celle des PMI non défailtantes...

INVESTISSEMENT				
<i>(en pourcentage)</i>				
	DÉFAILTANTES			
	Taux d'investissement productif net	Taux d'investissement financier net	Taux de vieillissement	Taux d'accumulation
1990 .....	10,8	9,2	56,7	16,2
1991 .....	8,3	8,9	57,2	13,6
	NON DÉFAILTANTES			
	Taux d'investissement productif net	Taux d'investissement financier net	Taux de vieillissement	Taux d'accumulation
1990 .....	12,7	9,6	54,3	16,8
1991 .....	10,0	8,6	56,2	14,0

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

La politique d'investissement des PMI défailtantes n'a pas divergé de celle des firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire. En baisse en 1991 au sein des deux populations d'entreprises, le taux d'investissement productif net et le taux d'investissement financier net ne sont pas statistiquement différents entre les firmes défailtantes et les non défailtantes. D'ailleurs, la médiane du premier ratio se situe à 7 % en 1990 et 6,8 % en 1991 chez les PMI ayant connu un redressement judiciaire, contre respectivement 7,4 % et 6,2 % chez les non défailtantes. Cette proximité se retrouve pour le taux d'investissement financier net (7,8 % en 1990 et 7,1 % en 1991 chez les défailtantes, contre 8,1 % en 1990 et 7,2 % en 1991 chez les non défailtantes).

En outre, cette politique s'est inscrite dans le cadre d'un potentiel de production dont le vieillissement était identique, tant en 1990 qu'en 1991. Durant ces deux années, la moyenne et la médiane du taux de vieillissement <sup>1</sup> ont été similaires entre les deux échantillons.

Enfin, le taux d'accumulation (investissement productif/équipement productif) des PMI défailtantes a été voisin de celui des firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire, aucun écart statistiquement discernable n'ayant été enregistré sur la moyenne. De nouveau, la médiane des deux populations a été proche, en 1990 (12,2 % chez les défailtantes, 13,1 % chez les non défailtantes) comme en 1991 (respectivement 9,2 % et 10,2 %).

Ainsi, tous les indicateurs utilisés constituent un faisceau convergent d'indices montrant que l'explication de la différence d'efficacité du capital engagé enregistrée entre les défailtantes et les non défailtantes <sup>2</sup> n'est pas non plus à rechercher dans un comportement d'investissement qui divergerait.

<sup>1</sup> Mesuré par le ratio amortissements/immobilisations

<sup>2</sup> Cf. tableau récapitulatif §1.2.2.

## 1.1.2.2. ...les PMI défailiantes présentent une structure moins capitalistique

<b>STRUCTURE CAPITALISTIQUE</b>											
<b>(toutes années confondues)</b>											
<i>(en pourcentage)</i>											
DÉFAILIANTES											
Capital engagé/frais de personnel				Capital engagé/total du bilan				Équipement par salarié			
Moyenne	Q1	Q2	Q3	Moyenne	Q1	Q2	Q3	Moyenne	Q1	Q2	Q3
234,0	117,8	182,7	304,2	<b>72,9</b>	62,3	74,9	85,9	183,7	90,3	146,8	250,2
NON DÉFAILIANTES											
Capital engagé/frais de personnel				Capital engagé/total du bilan				Équipement par salarié			
Moyenne	Q1	Q2	Q3	Moyenne	Q1	Q2	Q3	Moyenne	Q1	Q2	Q3
252,4	138,1	205,0	302,7	<b>78,5</b>	66,1	77,9	88,3	214,2	96,9	168,5	280,8
Source et réalisation : Banque de France											
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67						Mise à jour le 3 janvier 1994					

Rapporté au total du bilan, le capital engagé<sup>1</sup> a été plus faible dans les PMI défailiantes que dans les entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire. Cet écart sur la moyenne est conforté par l'examen des quartiles, supérieurs dans les firmes non défailiantes.

La structure moins capitalistique des PMI défailiantes est confirmée par l'analyse de la combinaison travail/capital. En effet, pour 100 francs de frais de personnel, les entreprises ayant connu un redressement judiciaire ont engagé, en moyenne, 234 francs de capital, contre 252,4 francs chez les non défailiantes. Certes, cette différence n'est pas statistiquement discernable au seuil de 5 %, vraisemblablement en raison de la faiblesse de l'échantillon des défailiantes. Mais, l'écart est discernable au seuil de 7,5 %. En outre, le premier quartile et la médiane sont supérieurs dans les entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire.

Un taux d'équipement par salarié plus faible dans les PMI défailiantes sur l'ensemble des quartiles renforce ce constat.

*Cette situation, à l'origine de la plus grande efficacité du capital engagé des PMI défailiantes, trouve en partie sa source dans les conditions de reprise des entreprises, puisqu'aucun effet taille/secteur n'existe<sup>2</sup> : les plans de continuation ou de cession d'activité ont pu donner lieu à des modifications patrimoniales du bilan, qui ont pu concerner la valeur de certains actifs.*

Ainsi, les conditions dans lesquelles a été négociée la continuation ou la cession de l'activité auraient dû engendrer, chez les entreprises ayant connu un redressement judiciaire, une combinaison productive plus favorable, et donc une rentabilité brute globale plus élevée. Il n'en a rien été.

## ***1.2. La meilleure efficacité du capital engagé des PMI défailiantes ne s'est pas traduite par une rentabilité brute globale plus élevée***

### **1.2.1. Le taux de marge a fortement baissé dans les PMI défailiantes entre 1990 et 1991**

L'analyse de la répartition de la valeur ajoutée globale fait ressortir plusieurs éléments :

- en 1991, la part des charges de personnel a été plus élevée dans les PMI défailiantes que dans les PMI non défailiantes ;
- ce prélèvement s'est fortement accru chez les premières d'un exercice à l'autre ;

<sup>1</sup> Capital engagé = actifs immobilisés + besoins en fonds de roulement d'exploitation + besoins en fonds de roulement hors exploitation + disponibilités, avec actifs immobilisés = équipement productif + participations et titres immobilisés + autres actifs immobilisés hors exploitation

<sup>2</sup> En effet, les échantillons ont été construits à structure taille/secteur identique (cf. annexe 2).

– alors qu'en 1990 la part de l'autofinancement a été plus élevée dans les petites entreprises ayant connu un redressement judiciaire que dans les autres, elle a été identique en 1991.

Ces premières indications pourraient laisser penser que les PMI défailtantes sont avant tout confrontées à un problème de frais de personnel ne leur permettant pas de dégager sur plusieurs années un autofinancement suffisant, comparativement aux firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire. La réalité est cependant plus complexe.

En effet, le coût unitaire de la main-d'œuvre a été nettement moins élevé dans les petites entreprises défailtantes (165 100 francs les deux années confondues, contre 177 400 francs, la différence étant présente sur l'ensemble des quartiles). La disparité observée dans la répartition de la valeur ajoutée globale résulte dès lors d'un rendement apparent de la main-d'œuvre supérieur dans les petites firmes non défailtantes<sup>1</sup> (246 800 francs les deux années confondues, contre 221 700 francs<sup>2</sup>). Ces résultats confirment ainsi la situation moins capitalistique des PMI défailtantes : à structure taille/secteur identique, ces firmes constituent plus des industries de main-d'œuvre que leurs concurrentes, sous l'effet des conditions de la reprise et/ou d'une structure moins capitalistique préexistant à la défaillance.

<b>COÛT ET RENDEMENT DE LA MAIN-D'ŒUVRE</b>						
<i>(en francs)</i>						
	DÉFAILTANTES			NON DÉFAILTANTES		
	Coût unitaire	Rendement apparent	Part dans la VAG (en pourcentage)	Coût unitaire	Rendement apparent	Part dans la VAG (en pourcentage)
1990.....	<b>161 300</b>	222 700	73,1	<b>173 600</b>	245 300	70,7
1991.....	<b>169 000</b>	<b>220 700</b>	<b>78,2</b>	<b>181 200</b>	<b>248 200</b>	<b>72,2</b>

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

D'ailleurs, alors que la valeur ajoutée globale a évolué de manière similaire au sein des deux échantillons, le comportement des entreprises face à l'emploi a divergé en 1991 :

– les PMI non défailtantes ont diminué leurs effectifs de 0,5 %, moyenne incluse dans l'intervalle de confiance [– 1,1 % ; – 0,1 %] ;

– les PMI défailtantes ont plutôt augmenté leurs effectifs, de 1,4 % en moyenne, mais cette moyenne s'est inscrite dans un intervalle de confiance important [– 1,3 % ; + 4,2 %] , en raison toutefois de la faiblesse de l'échantillon, d'où des enseignements difficiles à tirer.

Ce comportement a été à l'origine de la forte baisse du taux de marge, devenu inférieur en 1991 à celui des entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire.

### 1.2.2. La rentabilité brute globale, identique en 1990, est ainsi devenue inférieure à celle des entreprises non défailtantes en 1991

<b>COMBINAISON PRODUCTIVE</b>						
<i>(en pourcentage)</i>						
	DÉFAILTANTES			NON DÉFAILTANTES		
	Taux de marge	Efficacité capital engagé	Rentabilité brute globale	Taux de marge	Efficacité capital engagé	Rentabilité brute globale
1990.....	23,0	<b>93,3</b>	17,5	25,5	<b>78,6</b>	17,8
1991.....	<b>17,9</b>	<b>86,4</b>	<b>12,7</b>	<b>23,4</b>	<b>72,4</b>	<b>14,9</b>

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

<sup>1</sup> La part des charges de personnel dans la VAG résulte du coût unitaire de la main-d'œuvre et de l'inverse du rendement apparent.

<sup>2</sup> Cet écart de 11,7 % devient 12,3 % sur le premier quartile, 13 % sur le deuxième, et 17,7 % sur le troisième.

La différence de taux de marge, statistiquement non discernable en 1990, l'est devenue en 1991 : cette année-là, les PMI défailtantes ont dégagé 17,9 % de marge, nettement en dessous des 23,4 % des firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire.

Ainsi la meilleure efficacité du capital engagé des firmes ayant connu un redressement judiciaire ne leur a pas permis d'obtenir une meilleure rentabilité brute globale. Au contraire, en 1991, celle-ci est devenue inférieure dans les PMI défailtantes (12,7 %), l'écart avec les PMI non défailtantes étant de 2,2 points. Cette moindre rentabilité se retrouve sur l'ensemble des quartiles.

*Tout s'est donc passé comme si les PMI défailtantes, à l'inverse des PMI non défailtantes, avaient éprouvé plus de difficultés à s'adapter au retournement de la conjoncture, bien que celle-ci leur ait été moins défavorable avec un taux de progression du chiffre d'affaires encore important. Il est probable que ces difficultés aient été à l'origine, en 1991, d'une combinaison productive moins avantageuse que dans les entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire. On peut donc supposer que la fragilisation des PMI défailtantes a moins résulté des conditions de la production que d'un ralentissement de l'activité, pourtant restée supérieure à celle des PMI non défailtantes.*

Par contre, une fragilité structurelle de ces entreprises peut être constatée au niveau des remboursements en capital de la dette.

## 2. Une rentabilité financière plus élevée, mais de forts remboursements en capital dans les PMI défailtantes

### 2.1. Un taux d'apport externe plus important a amplifié l'effet de levier dans les PMI défailtantes

<b>CONTRAINTE DE FINANCEMENT</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
	DÉFAILTANTES				
	Taux d'apport externe	Taux d'intérêt apparent	Différentiel rentabilité-coût	Effet de levier brut(a)	Rentabilité financière brute
1990.....	133,7	9,0	8,6	18,4	25,0
1991.....	114,2	9,1	3,9	9,2	18,0
	NON DÉFAILTANTES				
	Taux d'apport externe	Taux d'intérêt apparent	Différentiel rentabilité-coût	Effet de levier brut (a)	Rentabilité financière brute
1990.....	71,6	12,1	5,8	3,1	17,1
1991.....	68,1	12,2	2,7	0,9	13,6
(a) Effet de levier brut = taux d'apport externe x différentiel rentabilité/coût					
Source et réalisation : Banque de France					
OBSRDE - Tél. : +33 (1) 42 92 39 67				Mise à jour le 3 janvier 1994	

#### 2.1.1. Un fort effet de levier dans les PMI défailtantes

En 1991 comme en 1990, l'effet de levier brut a été sensiblement plus important dans les PMI défailtantes que dans les autres, même s'il a baissé d'une année à l'autre. Cette différence positive en faveur des entreprises ayant connu un redressement judiciaire trouve son origine dans un différentiel rentabilité-coût vraisemblablement plus avantageux dans les firmes défailtantes, grâce à un taux d'intérêt apparent inférieur. Une analyse de la structure des taux serait ici nécessaire, mais il est impossible de la réaliser avec les données de cette étude. Toutefois, il est probable que dans le cadre du

moratoire des dettes <sup>1</sup> obtenu dans le plan de cession ou de continuation de l'activité, un taux d'intérêt plus avantageux, voire nul, ait été accordé.

Mais, en 1991, le différentiel rentabilité-coût s'est rapproché entre les deux populations, sous l'effet de la baisse plus importante de la rentabilité brute globale des entreprises ayant connu un redressement judiciaire. Aucun écart statistiquement discernable n'est alors apparu pour ce ratio. Par contre, il en subsiste un concernant l'effet de levier.

L'avantage enregistré par les PMI défailtantes sur le différentiel rentabilité-coût a été amplifié par un fort taux d'apport externe. En effet, celui-ci a été structurellement plus élevé en 1990 et en 1991 dans les PMI défailtantes : toutes années confondues, il a atteint en moyenne 123,9 %, contre 69,8 % dans les firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire. Cette différence se retrouve sur l'ensemble des quartiles.

Dans les entreprises défailtantes, le financement propre a donc représenté, en moyenne, une part moins importante que les apports externes. Près de la moitié des firmes étaient dans cette situation (le deuxième quartile s'est inscrit à 93,4 %). Inversement, dans les PMI n'ayant pas connu de redressement judiciaire, le financement propre a constitué, en moyenne, une part plus élevée que les apports externes et, ce, pour la quasi totalité des firmes (le troisième quartile s'est établi à 91,4 %).

*La structure de financement des PMI défailtantes, sensiblement alourdie par l'endettement passé, au détriment du financement propre, a favorisé en 1990 un effet de levier brut nettement supérieur à celui des firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire. Il en a été de même en 1991, malgré le différentiel rentabilité-coût moins favorable pour les PMI défailtantes en raison de la diminution de la rentabilité brute globale.*

### **2.1.2. Un fort effet de levier a permis aux PMI défailtantes de dégager une rentabilité financière plus élevée**

En 1990, la persistance d'un effet de levier, associé à une combinaison productive aussi favorable que celle des entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire, a permis aux PMI défailtantes d'enregistrer une rentabilité financière supérieure à celle des non défailtantes : la moyenne des premières s'est, en effet, élevée à 25 %, la moyenne des secondes à 17,1 %.

En 1991, la persistance d'un effet de levier plus marqué a maintenu un écart significatif sur la rentabilité financière, malgré une combinaison productive moins favorable des firmes ayant connu un redressement judiciaire. Cependant, la médiane des deux échantillons est proche : elle s'est inscrite à 15,5 % dans les PMI défailtantes et à 14,2 % dans les non défailtantes. La meilleure rentabilité financière des premières s'explique surtout par un troisième quartile nettement plus élevé (30 %, contre 21,2 % pour les entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire).

*La meilleure rentabilité financière des PMI défailtantes a donc essentiellement reposé en 1990-1991 sur un taux d'apport externe plus important. Ni la combinaison productive, ni le différentiel rentabilité-coût n'ont été durablement favorables aux firmes ayant connu un redressement judiciaire : le retournement de la conjoncture n'est pas étranger à ce phénomène. Mais, une rentabilité financière principalement soutenue par une structure financière privilégiant l'endettement fragilise les PMI défailtantes : l'effet de levier peut rapidement se transformer en effet de « massue » <sup>2</sup>.*

<sup>1</sup> Le moratoire est l'accord obtenu par le repreneur pour le remboursement des dettes existantes : il peut prévoir une remise de dettes ou un aménagement de celles-ci (allongement de la durée d'amortissement et/ou baisse des intérêts).

<sup>2</sup> C'est-à-dire en effet de levier négatif

## 2.2. Cependant le poids des dettes ayant fait l'objet d'un moratoire est à l'origine de remboursements en capital élevés

### 2.2.1. L'importance du taux d'apport externe des PMI défailtantes résulte des dettes ayant fait l'objet d'un moratoire

STRUCTURE DU CAPITAL ENGAGÉ (toutes années confondues)								
	DÉFAILLANTES				NON DÉFAILLANTES			
	Moyenne	Q1	Q2	Q3	Moyenne	Q1	Q2	Q3
Financement propre .....	<b>45,3</b>	36,4	49,3	63,7	<b>66,5</b>	52,1	68,6	83,1
Groupe et associés, dettes financières .....	<b>3,6</b>	0	0,3	2,6	<b>4,6</b>	0	1,3	5,4
Endettement .....	<b>48,2</b>	32,5	46,1	59,0	<b>28,7</b>	12,6	26,1	42,3
– obligations.....	0,1	0	0	0	0,2	0	0	0
– autres emprunts.....	<b>20,9</b>	0	15,4	36,5	<b>1,7</b>	0	0	1
– emprunts participatifs.....	<b>0,9</b>	0	0	0	<b>0,4</b>	0	0	0
– emprunts bancaires.....	<b>12,1</b>	1,3	6,7	19,4	<b>14,3</b>	5,0	12,0	20,9
– crédits bancaires courants .....	12,1	1	8,4	16,2	12,1	0,1	5,4	20,4

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

L'analyse de la structure du capital engagé confirme le rôle essentiel tenu par l'endettement dans le financement des PMI défailtantes. L'écart avec les entreprises n'ayant pas connu de redressement judiciaire est particulièrement important : le troisième quartile de la part de l'endettement dans le capital engagé des firmes non défailtantes est inférieur à la médiane du ratio des défailtantes.

En effet, les entreprises ayant connu un redressement judiciaire ont disposé de moins de financement propre que leurs homologues non défailtantes (respectivement 45,3 % et 66,5 % du capital engagé). Pour plus de la moitié d'entre elles, le ratio a été inférieur à 50 % (la médiane se situe à 49,3 %), alors que plus des trois quarts des PMI non défailtantes ont enregistré un ratio supérieur à 50 % (le premier quartile s'élève à 52,1 %). En outre, les PMI défailtantes ont moins sollicité leurs associés que les firmes n'ayant pas connu de redressement judiciaire. La différence de comportement est particulièrement sensible pour le troisième quartile de chaque population.

Dès lors, le financement des entreprises défailtantes a fortement reposé sur l'endettement. Trois constats préliminaires peuvent être formulés concernant la structure de cet endettement, hors dettes ayant fait l'objet d'un moratoire :

- les emprunts participatifs ont été légèrement plus importants dans les PMI ayant connu un redressement judiciaire ; cependant, ils ont représenté moins de 1 % du capital engagé des firmes défailtantes, comme des non défailtantes ;

- les emprunts bancaires ont été moins élevés dans les entreprises défailtantes, très sensiblement pour les deux premiers quartiles ;

- les crédits bancaires courants ont représenté, en moyenne, la même part du capital engagé dans les deux populations, même si quelques divergences sont à noter au niveau des quartiles.

Le fort endettement des PMI défailtantes, relativement à leurs homologues n'ayant pas connu de redressement judiciaire, est donc exclusivement dû à la présence importante au passif de leur bilan des autres emprunts : négligeables chez les non défailtantes (absents pour la moitié d'entre elles), ils ont représenté, en moyenne, 20,9 % du capital engagé des PMI défailtantes, même si un quart d'entre elles n'en ont pas d'inscrits à leur bilan. Comptablement, cette particularité s'explique par les dettes ayant fait l'objet d'un moratoire dans le cadre du plan de redressement judiciaire : en effet, l'ensemble de ces dernières sont incluses dans les autres emprunts par la Centrale de bilans.

*Le poids du passé continue donc à peser lourdement sur les PMI défailtantes, déstabilisant la structure passif du capital engagé, comparativement aux firmes non défailtantes. Dès lors, la question posée est celle des conditions dans lesquelles la poursuite de l'activité a été entreprise : soit le moratoire des dettes se révèle insuffisant, soit cette opération nécessitait un engagement plus important des actionnaires, afin de contrebalancer le poids des dettes passées.*

### 2.2.2. L'importance du taux d'apport externe des PMI défailtantes est à l'origine de remboursements en capital élevés

FORMATION DE L'EXCÉDENT DE TRÉSORERIE GLOBALE				
<i>(en pourcentage de l'excédent brut global de chaque exercice)</i>				
	DÉFAILLANTES		NON DÉFAILLANTES	
	1990	1991	1990	1991
Excédent brut global.....	100,0	100,0	100,0	100,0
– Variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation.....	8,0	<b>-20,9</b>	13,1	<b>1,2</b>
– Variation des besoins en fonds de roulement hors exploitation.....	-0,1	14,0	5,1	7,2
Excédent de trésorerie globale.....	92,1	106,9	81,8	91,6
Source et réalisation : Banque de France OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67				
Mise à jour le 3 janvier 1994				

PRÉLÈVEMENT DES ANNUITÉS DE REMBOURSEMENT				
<i>(en pourcentage de l'excédent de trésorerie globale de chaque exercice)</i>				
	DÉFAILLANTES		NON DÉFAILLANTES	
	1990	1991	1990	1991
Excédent de trésorerie globale.....	100,0	100,0	100,0	100,0
+ Intérêts				
– sur endettement.....	43,6	41,5	41,3	40,9
– groupes et associés.....	0,8	0,7	2,1	2,2
+ Remboursement en capital.....	71,9	69,3	50,8	54,2
dont remboursement des autres emprunts.....	35,0	34,0	6,0	6,2
= Annuités des emprunts.....	116,3	111,5	94,2	97,3
Source et réalisation : Banque de France OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67				
Mise à jour le 3 janvier 1994				

Dans les PMI défailtantes, le poids de l'endettement s'est répercuté sur les prélèvements des annuités d'emprunts.

Les intérêts versés ont représenté en 1990 et 1991 une part de l'excédent de trésorerie globale<sup>1</sup> identique dans les deux échantillons, même avec un endettement plus élevé dans les firmes ayant connu un redressement judiciaire. Il faut cependant noter que ce résultat a pu être obtenu par ces dernières grâce à une diminution des besoins en fonds de roulement d'exploitation qui leur a permis de renforcer leur excédent de trésorerie globale. La part revenant aux associés a pesé moins lourdement dans ces entreprises que dans les autres : peu de PMI défailtantes ont été concernées par une charge d'intérêts à ce titre, les trois quartiles s'inscrivant à 0, en 1990 comme en 1991.

Mais le remboursement en capital a ponctionné en moyenne près des trois quarts de l'excédent de trésorerie globale des firmes défailtantes. En 1990, 25 % d'entre elles ont même consacré plus que leur excédent à ce remboursement (le troisième quartile s'est élevé à 107,6 %). De nouveau, l'importance des autres emprunts a été à l'origine de cette différence : leur annuité en capital a représenté en moyenne plus d'un tiers de l'excédent de trésorerie globale des PMI défailtantes en 1990 et 1991, contre 6,0 % dans les autres entreprises, l'écart se réalisant pour l'essentiel sur le troisième quartile

<sup>1</sup> Rappelons que l'excédent de trésorerie globale = excédent brut global – variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation – variation des besoins en fonds de roulement hors exploitation

(41,6 % en 1990 et 36,0 % en 1991 dans les firmes ayant connu un redressement judiciaire, contre respectivement 2,9 % et 2,6 % dans les autres).

*Déjà fragilisées par une conjoncture défavorable à laquelle elles se sont difficilement adaptées, les PMI défailtantes n'ont pu dégager un excédent de trésorerie globale suffisant pour couvrir leurs échéances de remboursements d'emprunts, non pas en raison d'intérêts trop élevés, mais à cause d'un stock trop important de dettes générant de trop fortes charges en capital.*

Les PMI ayant connu une défaillance entre 1987 et 1989 et ayant bénéficié d'un plan de continuation ou de cession d'activité présentaient en 1990-1991 une double fragilité.

La première a résulté de leur structure de financement. Le moratoire des dettes obtenu à l'occasion du redressement judiciaire n'a pas été accompagné d'un effort en fonds propres suffisant de la part des repreneurs. Le déséquilibre du passif du bilan a dès lors occasionné une charge de remboursement en capital des emprunts que les entreprises concernées ont pu difficilement supporter.

Ce phénomène a d'autant plus pesé sur les PMI défailtantes qu'elles ont mal supporté le fort ralentissement de la croissance survenu en 1991. La faiblesse de l'activité économique a entraîné, pour ces firmes, des difficultés d'adaptation provoquant une baisse sensible de la rentabilité brute globale (désormais inférieure à celles des entreprises non défailtantes) et de la rentabilité financière.

Les PMI ayant enregistré une première défaillance resteraient globalement plus fragiles que leurs homologues non défailtantes, en raison des conditions de la reprise ou de la poursuite de l'activité. En conservant une structure financière trop endettée, ces entreprises obéiraient leurs possibilités de redressement, alors même que leur rentabilité serait équivalente à celle des firmes non défailtantes (sauf retournement de conjoncture). La viabilité des plans de reprise ou de poursuite d'activité dépendrait donc, avant tout, des efforts en fonds propres consentis par les repreneurs.



## ANNEXE 1

Le dénombrement des défaillances d'entreprises ne constitue pas un travail aisé. Selon les sources retenues, le champ d'étude et les modalités de comptabilisation ne sont pas les mêmes. Cependant, il est possible, grâce à la collecte d'informations réalisée par les comptoirs de la Banque de France, de délimiter l'ampleur du phénomène et de distinguer, tous secteurs confondus, entre les liquidations judiciaires, les plans de continuation d'activité et les cessions. Par ailleurs, et selon une autre logique de recherche<sup>1</sup>, le Service des statistiques industrielles du ministère de l'Industrie (SESSI) fournit annuellement des données concernant l'industrie. La confrontation de ces deux analyses permet d'éclairer la composition de l'échantillon Centrale de bilans qu'il a été possible de constituer pour mener à bien l'étude.

### 1. Les défaillances : ampleur et composition du phénomène

De 1987 à 1989, plus de 100 000 entreprises, tous secteurs confondus, ont fait l'objet d'un jugement de règlement ou de liquidation judiciaire. Pour 92,3 % d'entre elles cela s'est traduit par une cessation d'activité. Un quart des autres ont bénéficié d'une cession totale ou partielle, trois quarts d'un plan de continuation.

	Plans de continuation d'activité	Cessions totales ou partielles	Liquidations judiciaires	Total
1987.....	1 433	490	25 775	27 698
1988.....	1 884	530	30 229	32 643
1989.....	2 438	904	36 425	39 767
<b>TOTAL.....</b>	<b>5 755</b>	<b>1 924</b>	<b>92 429</b>	<b>100 108</b>

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

Seules 3,9 % des firmes ayant poursuivi leur activité (plan de continuation ou cession) n'ont pas survécu au-delà de deux ans et ont été liquidées. Près de 75 % de la mortalité a été observée avant la fin de la première année.

1 <sup>er</sup> événement (1987, 1988 ou 1989)	Années avant la liquidation judiciaire	Liquidations judiciaires
Cession totale ou partielle	0	21
	1	15
	2	5
Continuation d'activité	0	51
	1	130
	2	73
<b>TOTAL</b>	<b>0</b>	<b>72</b>
	<b>1</b>	<b>145</b>
	<b>2</b>	<b>78</b>

Source et réalisation : Banque de France  
OBSRDE – Tél. : +33 (1) 42 92 39 67

Mise à jour le 3 janvier 1994

<sup>1</sup> Afin de mesurer l'incidence économique des défaillances, le Service des statistiques industrielles du ministère de l'Industrie (SESSI) effectue un rapprochement des statistiques issues du Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (BODACC) avec les données de l'enquête annuelle d'entreprise

## 2. Les défaillances dans l'industrie

Dans l'industrie, les défaillances recensées ont concerné environ 17 000 firmes entre 1987 et 1989, pour un taux de défaillance d'environ 3 %<sup>1</sup>. L'importance de ce chiffre doit cependant être relativisée par la faiblesse des effectifs industriels touchés chaque année : 1,2 % du total. En effet, la première caractéristique des entreprises faisant l'objet d'une procédure de règlement judiciaire est d'employer peu de salariés : entre 1987 et 1989, 86,3 % du total des firmes concernées en comptaient moins de 10 ; seules 23 entreprises de plus de 500 salariés ont été défaillantes pendant ces trois années.

	TPE	PMI	GE	TOTAL
1987 .....	4 404	856	10	5 270
1988 .....	5 095	698	6	5 799
1989 .....	5 145	714	7	5 866
TOTAL .....	14 644	2 268	23	16 935

TPE : entreprises de moins de 10 salariés  
 PMI : entreprises de 10 à 500 salariés  
 GE : entreprises de plus de 500 salariés  
 Source : Ministère de l'Industrie – SESSI

## 3. La composition de l'échantillon étudié

Trois remarques peuvent être formulées.

– La présence très majoritaire des TPE<sup>2</sup> au sein des entreprises industrielles défaillantes empêche la constitution d'un échantillon important : cette catégorie de firmes est nettement sous-représentée à la Centrale de bilans.

– Le peu de défaillance des grandes entreprises<sup>3</sup> explique leur absence de l'échantillon étudié : en effet, face aux difficultés, les firmes importantes font l'objet de restructurations internes évitant le passage par le redressement judiciaire.

L'échantillon Centrale de bilans qu'il a été possible de constituer se résume alors à 95 sociétés : 88 PMI<sup>4</sup> et 7 TPE ayant fait l'objet d'une cession d'activité ou d'un plan de continuation en 1987, 1988 ou 1989 et qui avaient remis leurs comptes en 1990 et 1991. Si on admet l'hypothèse d'un ratio liquidations judiciaires/redressements judiciaires globalement constant d'un secteur à l'autre et d'une taille à l'autre, 175 PMI ont fait l'objet d'un plan de continuation ou de cession d'activité entre 1987 et 1989. Dans cette hypothèse, 50 % des PMI concernées seraient présentes dans l'échantillon étudié.

<sup>1</sup> Sur la problématique du calcul de ce taux, cf. P. Chalmin, « Démographie d'entreprises et conjoncture économique », Problèmes économiques n° 2317, 17 mars 1993

<sup>2</sup> Très petites entreprises : moins de 10 salariés

<sup>3</sup> Plus de 500 salariés

<sup>4</sup> Entre 10 et 500 salariés

## MÉTHODOLOGIE

Les premiers travaux ont consisté à constituer deux fichiers :

- les entreprises ayant fait l'objet d'un plan de continuation d'activité ou de cession en 1987, 1988 ou 1989 et présentes en 1990 et 1991 dans le fichier Centrale de bilans ;
- l'échantillon de référence des firmes non défailtantes, cylindré 1990-1991, réalisé par tirage aléatoire à partir d'une structure taille/secteur identique à celle du fichier précédent<sup>1</sup>.

Pour ces deux échantillons, les mêmes ratios ont été calculés. Les indicateurs utilisés sont la moyenne de ratios et les quartiles. Pour réduire la sensibilité de la moyenne aux valeurs extrêmes, les fichiers ont été traités selon un principe commun.

– Les valeurs aberrantes économiquement ont été éliminées. Les entreprises dont les comptes présentaient l'une des caractéristiques suivantes ont été enlevées des fichiers : chiffre d'affaires, production globale, effectifs totaux, charges de personnel, charges sociales, ou équipements productifs négatifs ou présentant des valeurs manquantes.

– Les valeurs extrêmes statistiquement, mais ayant un sens économique, ont été conservées mais bornées, selon la méthode suivante : l'examen de la dispersion de chaque ratio a permis, au cas par cas et quand cela était nécessaire, de ramener à une borne les valeurs extrêmes, en tenant compte du sens économique du ratio. L'objectif est ici d'éviter l'élimination de la dispersion des situations économiques des entreprises, c'est-à-dire de leur diversité, tout en conservant le sens économique de l'information saisie au travers du ratio<sup>2</sup>.

Une telle approche se justifie par la démarche descriptive et typologique qui sera adoptée pour l'étude.

Enfin, ont été effectués les tests statistiques nécessaires pour déterminer si, pour chacun des ratios, l'écart entre la moyenne de chaque échantillon est statistiquement discernable, compte tenu des populations. Ainsi, les intervalles de confiance pour chaque population ont été calculés. En outre, pour s'assurer de la validité des conclusions, un test non paramétrique a également été réalisé (test sur la médiane).

<sup>1</sup> Le résultat du tirage aléatoire de 2 000 entreprises de moins de 500 salariés dans le FPD, cylindré 1990-1991, selon les critères taille/secteur identiques à l'échantillon d'entreprises défailtantes est le suivant :

Taille Secteur	moins de 50 salariés	de 50 à 99 salariés	100 salariés et plus	Total
T02.....	44	20		64
T03.....	64	20		84
T09.....	20	20		40
T11.....	20			20
T13.....	232	64	20	316
T14.....	148	64	128	340
T16.....		20	40	60
T18.....	188	44	64	296
T19.....	20	44	40	104
T20.....	296	64		360
T21.....	20			20
T22.....	44	44		88
T23.....	104	20		124
T15A.....	64	20		84
<b>TOTAL</b>	<b>1 264</b>	<b>444</b>	<b>292</b>	<b>2 000</b>

<sup>2</sup> Exemple: la rentabilité financière rapporte la capacité d'autofinancement au financement propre. Une analyse de la distribution du ratio a permis de définir une borne inférieure à - 90 % et une borne supérieure à 100 %. Il peut en outre arriver que la capacité d'autofinancement et le financement propre soient négatifs, ce qui se traduit mathématiquement par une rentabilité positive : afin de respecter le sens économique de la structure de l'entreprise, le ratio est alors ramené à la borne négative.

# DEUX ANS D'APPLICATION DE LA LOI RELATIVE À LA SÉCURITÉ DES CHÈQUES ET DES CARTES DE PAIEMENT APPRÉCIÉS À TRAVERS L'ACTIVITÉ DES FICHIERS DE LA BANQUE DE FRANCE — FCC ET FNCI

Deux ans après l'entrée en vigueur, le 12 juin 1992, de la loi n° 91-1382 du 30 décembre 1991 relative à la sécurité des chèques et des cartes de paiement, il est intéressant de faire un premier bilan d'application de cette réforme qui a profondément modifié le dispositif de prévention et de répression des infractions en matière de chèques.

*Secrétariat général*

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

■ Conformément à l'article 26 de la loi n° 91-1382, le gouvernement a remis au Parlement, en juin 1994, un rapport d'application de cette loi, en s'appuyant sur les travaux d'évaluation du dispositif menés par le Comité consultatif du Conseil national du crédit (dit « Comité des usagers ») qui avait été mandaté à cet effet par le ministre de l'Économie.

■ La Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange, qui a largement contribué aux travaux du Comité des usagers, a établi à cette occasion un bilan de l'activité des fichiers

d'incidents gérés par la Banque de France (Fichier central des chèques — FCC — et Fichier national des chèques irréguliers — FNCI) qui constituent la pièce maîtresse du dispositif de prévention de l'émission de chèques sans provision et irréguliers.

■ Après avoir rappelé les imperfections de la précédente législation sur le chèque, un bilan d'application du nouveau dispositif sera dressé, apprécié à travers l'activité des fichiers de la Banque de France — FCC et FNCI.

La Banque de France a reçu du législateur, par l'article 4 de ses statuts, la mission de « veiller au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement ». Elle est donc particulièrement attentive à préserver et à améliorer la fiabilité et la sécurité des instruments de paiement, et en particulier du chèque, qui représente en France un peu moins de la moitié du volume des règlements scripturaux (48,9 % en 1993).

L'Institut d'émission exerce notamment ce rôle, qui constitue au plan mondial une originalité, par l'intermédiaire de deux fichiers nationaux, le Fichier central des chèques (FCC) et le Fichier national des chèques irréguliers (FNCD). La loi du 30 décembre 1991 relative à la sécurité des chèques et des cartes de paiement, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1992 pour la partie pénale et le 1<sup>er</sup> juin 1992 pour les autres dispositions, a sensiblement renforcé le rôle de ces fichiers dans le dispositif préventif de lutte contre l'émission de chèques sans provision et irréguliers.

Le préjudice lié à ce phénomène est d'ampleur macro-économique relativement limitée, puisque les chèques déclarés à la Banque de France ne représentent qu'1,3 pour mille des chèques échangés, mais il est cependant très concentré sur certaines catégories d'agents économiques. Les pouvoirs publics ont donc été incités à mettre au point un nouveau dispositif légal destiné à renforcer la sécurité du chèque et qui compte désormais plus de deux ans d'application. Celui-ci a profondément modifié le système antérieur tant en ce qui concerne le mécanisme de l'interdiction bancaire et de prévention des infractions en matière de chèque que les mesures visant à protéger les bénéficiaires de chèques. En matière pénale, il consacre la dépenalisation de l'émission de chèques sans provision qui était déjà largement amorcée par la législation de 1975.

## 1. Rappel des principales innovations de la loi de 1991 et de ses objectifs

### 1.1. *L'amélioration de l'efficacité du dispositif de l'interdiction bancaire d'émettre des chèques*

#### 1.1.1. Rappel des imperfections de la législation précédente

L'ancien dispositif de prévention et de répression de l'émission de chèques sans provision présentait des insuffisances.

– Il comportait des rigidités puisqu'il ne permettait pas d'effacer immédiatement une inscription en cas de régularisation ; à l'inverse, par la radiation automatique des interdits à l'issue d'une période d'un an<sup>1</sup>, il permettait à des individus potentiellement dangereux de recouvrer la capacité d'émettre des chèques.

– Il comportait des lacunes en matière de prévention puisque, faute d'une détection des titulaires de comptes multiples, les banques ne pouvaient pas en pratique mettre en œuvre le principe légal selon lequel l'interdiction s'applique à tous les comptes d'un interdit.

– Il n'empêchait pas, en pratique, les tireurs d'émettre des chèques sans provision « en rafale » pendant le délai de régularisation de trente jours, même si, juridiquement, le titulaire du compte était interdit d'émettre des chèques à compter du premier incident, ainsi que le stipulait la lettre d'injonction adressée par la banque ; en effet, c'était seulement à l'issue de ce délai de trente jours que l'interdiction était déclarée à la Banque de France ; par ailleurs, les banquiers, sauf à effectuer des interrogations ponctuelles du fichier, n'étaient pas informés des interdictions prononcées par leurs confrères à l'encontre de leurs clients.

<sup>1</sup> Dans l'ancien dispositif, l'interdiction bancaire était recensée pendant une durée fixe d'un an, mais les incidents restaient enregistrés pendant une année supplémentaire à l'issue de son expiration.

Enfin, le délit pénal d'émission de chèque sans provision était vidé de sa portée réelle, le volume des chèques générant un contentieux de masse que les parquets étaient dans l'impossibilité de traiter.

### 1.1.2. Les principes généraux de la réforme

La nouvelle réglementation en matière d'interdiction bancaire et de prévention est articulée autour de deux dispositifs généraux : sanction civile des émetteurs de chèques sans provision, prévention des incidents de paiement par l'information systématique des banquiers teneurs de comptes ; les mesures prises pour assurer leur respect se sont notamment traduites par un renforcement du rôle joué par la Banque de France dans le volet préventif.

– Le lien existant entre le statut d'émetteur de chèques sans provision non régularisés et le maintien dans le Fichier central des chèques a été renforcé ; le nouveau dispositif comporte plus de rigueur mais moins de rigidité :

- l'émetteur d'un chèque sans provision est immédiatement déclaré à la Banque de France dès le premier incident et ne dispose plus, comme par le passé, d'une faculté de régularisation ;
- en l'absence de régularisation, l'émetteur demeure interdit bancaire et reste recensé dans le FCC pendant une durée de dix ans (et non plus un an<sup>1</sup> comme précédemment) ;
- l'interdit bancaire peut, à tout moment, recouvrer la capacité d'émettre et obtenir sa radiation du fichier par la régularisation des chèques sans provision émis, assortie, le cas échéant, du paiement d'une pénalité libératoire ; cette pénalité (de 120 francs par tranche de 1 000 francs du montant nominal du chèque) est doublée après trois levées d'interdictions observées sur le même compte au cours de la même année ; ce doublement a pour but de dissuader les « récidivistes ».

– La Banque de France informe les établissements teneurs de comptes des interdictions bancaires et judiciaires et des levées d'interdiction prononcées envers leurs clients par des confrères. Elle a été légalement autorisée à cette fin à interroger le Fichier des comptes bancaires (Ficoba), géré par la Direction générale des impôts (DGI), afin d'identifier l'ensemble des comptes détenus par un interdit de chèque.

Les dispositions nouvelles introduites par la loi du 30 décembre 1991, qui a abrogé le délit d'émission de chèques sans provision, font donc désormais essentiellement reposer la sanction sur un mécanisme d'interdiction dont la mise en œuvre est confiée à la profession bancaire. Constituent cependant des délits pénaux : le retrait de la provision après émission du chèque avec intention de nuire aux droits d'autrui, l'opposition non fondée sur un motif légal avec intention de nuire aux droits d'autrui, la contrefaçon et la falsification de chèques et de cartes de paiement, et enfin les violations d'interdiction d'émettre des chèques.

## 1.2. L'amélioration de la protection du bénéficiaire

### 1.2.1. Rappel des imperfections de la législation précédente

Les bénéficiaires étaient mal protégés lors de la remise de chèques en paiement. En effet, ils n'avaient accès à aucune information susceptible de les alerter sur le caractère irrégulier des chèques qui leur étaient remis en paiement.

En outre, ils n'avaient que peu de mécanismes à leur disposition pour recouvrer les chèques impayés reçus. Le recouvrement des impayés s'opérait soit par la voie pénale, qui était peu adaptée et lente compte tenu de l'encombrement des tribunaux, soit par la procédure civile du certificat de non-paiement institué par la loi du 11 juillet 1985, solution qui pouvait s'avérer coûteuse pour le bénéficiaire ; en

<sup>1</sup> Cf. renvoi précédent

effet, ce dernier, même s'il était en droit de faire supporter les frais au tireur, devait faire l'avance de frais à l'huissier et n'était pas certain de les récupérer si le débiteur était insolvable.

Les bénéficiaires étaient également exposés à voir leurs chèques rejetés en vertu de motifs d'opposition tenant à un litige commercial.

### 1.2.2. Les principes généraux de la réforme

#### *L'information du bénéficiaire lors de la remise du chèque en paiement*

La Banque de France offre aux bénéficiaires de chèques la possibilité d'être informés sur la régularité de l'émission de ceux-ci. Pour satisfaire à cette obligation, le Fichier national des chèques déclarés volés ou perdus (FNCV), créé sur une base contractuelle début 1991, a vu son existence légalisée et son rôle préventif renforcé et élargi ; désigné désormais sous l'intitulé « Fichier national des chèques irréguliers » (FNCCI), il enregistre donc, outre les oppositions pour perte ou vol, les coordonnées bancaires des interdits de chéquiers et celles des comptes clôturés (les chèques émis sur comptes clos représentent 4 % à 5 % des chèques impayés).

Tous les établissements tirés de chèques sont tenus de transmettre au FNCCI non seulement les oppositions pour perte ou vol reçues à leurs guichets, mais également les coordonnées des comptes clôturés sur leurs livres — à l'exception des comptes transférés au sein du même établissement ou réseau tiré.

Le FNCCI est également enrichi par les établissements tirés à partir des coordonnées bancaires de tous les comptes (dont la détection est assurée par l'intermédiaire de Ficoba) ouverts au nom de personnes physiques ou morales frappées d'une interdiction bancaire ou judiciaire d'émettre des chèques, afin de prévenir l'utilisation de formules qui auraient été conservées par ces titulaires de comptes.

La consultation du FNCCI n'est plus réservée au seuls commerçants ou prestataires de services mais à toute personne bénéficiaire d'un chèque.

La loi encadre strictement les conditions de consultation du FNCCI en prévoyant l'enregistrement de l'origine de la demande par la Banque de France et en prohibant la diffusion et la conservation des informations obtenues. Le décret d'application n° 92-467 du 26 mai 1992 précise les conditions d'accès aux informations données par la Banque de France et décrit notamment les conditions d'intervention des mandataires (sociétés de garantie de chèques par exemple).

#### *La modification du régime des oppositions*

La nouvelle législation renforce la sécurité des transactions par chèque :

- en prohibant l'opposition pour litige, qui ne doit plus être prise en compte par le banquier, de même que toute opposition non fondée sur un des motifs légaux en vigueur (perte, vol ou utilisation frauduleuse du chèque, redressement ou liquidation judiciaires du porteur) ; le banquier doit, dans ce cadre, informer par écrit son client des sanctions qu'il encourt en cas d'opposition non fondée sur un de ces motifs légaux ; le banquier ne devient pas pour autant juge de la réalité du motif invoqué par le tireur ;

- en exigeant que le bénéficiaire confirme par écrit l'opposition, sous peine de voir le chèque payé par le banquier tiré à présentation de la valeur, en l'absence de cette confirmation écrite ;

- en imposant au banquier tiré qui a reçu une opposition non fondée sur un motif légal, d'informer par écrit son client que sa demande d'opposition a été rejetée.

#### *L'aménagement de la procédure du certificat de non-paiement*

La loi a créé une obligation nouvelle à la charge du banquier teneur de compte : la délivrance automatique du certificat de non-paiement à seconde présentation infructueuse du chèque rejeté pour

défaut de provision. Cette délivrance automatique ne peut intervenir qu'après un délai de trente jours qui suit le rejet initial. Cet aménagement évite au bénéficiaire d'avoir à demander spécialement, comme auparavant, la délivrance d'un certificat de non-paiement ; elle incite également à une nouvelle présentation qui peut par ailleurs permettre le paiement du chèque.

En outre, le décret d'application n° 92-456 du 22 mai 1992 (article 36) dispose que cette délivrance automatique ne doit pas entraîner de frais bancaires pour le porteur.

#### *L'amélioration des procédures de régularisation*

Le titulaire du compte peut régulariser sa situation par trois moyens prévus par le décret n° 92-456 du 22 mai 1992 (règlement direct du chèque entre les mains du bénéficiaire, règlement lors d'une nouvelle présentation, constitution d'une provision bloquée pendant un an destinée au règlement du chèque impayé).

La constitution de provision bloquée, innovation fondamentale de la loi, permet à la fois :

- au tireur d'obtenir immédiatement la levée d'interdiction sans attendre une nouvelle présentation, parfois éloignée dans le temps, du chèque par le porteur ;
- au bénéficiaire, de disposer, pendant un délai d'un an à compter du blocage, d'une provision permettant le paiement du chèque, ce qui améliore considérablement ses chances d'être réglé.

## **2. Bilan d'application du nouveau dispositif apprécié à travers l'activité des fichiers de la Banque de France — FCC et FNCI**

### *2.1. Les moyens mis en œuvre par la Banque de France*

#### **2.1.1. La logistique mise en œuvre** (cf. annexe)

Dans le cadre de la mise en œuvre de ces nouvelles obligations, à la date prévue par la loi le 1<sup>er</sup> juin 1992, la Banque de France a préparé une logistique technique importante qui a permis :

- d'interconnecter le Fichier central des chèques avec le fichier Ficoba ; à ce titre, la Banque de France transmet quotidiennement à Ficoba les coordonnées des interdits et répercute, chaque jour, aux banques, les réponses de Ficoba concernant leurs clients qui viennent d'être frappés d'interdiction ou qui viennent de régulariser leur situation sur tous leurs comptes ;
- de transmettre automatiquement aux banques les informations sur les multi-comptes issues de Ficoba : 1 250 établissements ont été reliés à la Banque de France, dont 12 réseaux, par télétransmission, représentant 650 établissements, et 600 établissements par messagerie Atlas 400 ;
- d'enrichir le FNCI, à partir des coordonnées des comptes frappés d'interdiction et des comptes clôturés en assurant notamment une extraction journalière automatique des informations contenues dans le FCC ;
- de traiter un volume accru de dossiers d'interdits et d'annulations de dossiers suite à régularisations ou annulations grâce à l'automatisation plus poussée des procédures de déclaration (91 %, contre 60 % en mai 1992) et surtout d'annulation (82 %, contre 0 % en mai 1992).

#### **2.1.2. Les conditions d'alimentation des fichiers**

En terme de délais<sup>1</sup>, les mécanismes prévus par la loi et les textes d'application fonctionnent chronologiquement comme suit :

<sup>1</sup> Les délais s'entendent en jours ouvrés.



- déclaration des incidents de paiement par les établissements tirés, au Fichier central des chèques dans les deux jours suivant le refus de paiement et l'envoi de la lettre d'injonction (cinq jours en cas de violation d'une interdiction) ;

- enregistrement par la Banque de France le jour même et interrogation du fichier Ficoba de la DGI dans la nuit de J à J + 1. La réponse Ficoba sur les multi-comptes est retournée à la Banque de France au plus tard à J + 2 matin ;

- transmission, par la Banque de France, aux banques, des informations « multi-comptes » au plus tard deux jours après la réponse Ficoba, enregistrement de l'information par le guichet tiré au plus tard dans les trois jours et, après vérification, déclaration au FNCCI dans les trois jours suivant cet enregistrement ;

- transmission des régularisations et des annulations d'incidents à la Banque de France dans les deux jours suivant la régularisation effectuée par le client : l'enregistrement par la Banque de France est immédiat.

## 2.2. Bilan statistique d'application du nouveau dispositif et perspectives

### 2.2.1. Fichier central des chèques (FCC)

*Données statistiques liées à la mise en oeuvre de la loi*

- Données Ficoba

Le nombre d'interrogations quotidiennes de ce fichier Ficoba est de 14 000 à 15 000 demandes générant en moyenne 31 000 réponses diffusées aux établissements tirés : 45 % des interrogations sont liées aux sorties du FCC et 55 % aux entrées dans ce fichier.

- Incidents de paiement

Le nombre d'incidents déclarés à la Banque de France (qui ne représente pas l'ensemble des chèques sans provision en France — cf. infra « Évolution des rejets de chèques en compensation » —) devait logiquement augmenter du fait du changement de réglementation qui a instauré une déclaration immédiate des incidents (auparavant, l'interdiction était déclarée au terme d'un délai de régularisation de trente jours après le premier incident). Ainsi, la comparaison entre les chiffres de 1991 et de 1993 n'est donc pas significative (6 590 000 incidents en 1993, contre 6 160 300 en 1992 et 6 360 000 en 1991, année précédant la mise en oeuvre de la loi). Les explications sur cette évolution figurent ci-après sous la rubrique « Interdits bancaires ».

Les statistiques de déclarations d'incidents de paiement sur les 7 premiers mois de 1994 font apparaître une légère diminution par rapport à l'évolution constatée au cours de l'année 1993 ; le nombre total d'incidents déclarés pourrait donc ne pas augmenter en 1994.

- Violations d'interdiction

La part des déclarations de violations d'interdiction dans l'ensemble des déclarations d'incidents a légèrement augmenté (60 %, contre 52 % dans l'ancienne réglementation). Ces chiffres doivent être interprétés avec prudence car la plupart des violations résultent d'une méconnaissance de l'interdiction par le tireur qui n'a pas encore reçu la lettre d'injonction ou qui n'a pas retiré cette lettre recommandée au bureau de La Poste.

- Interdits bancaires

Au cours des dix premiers mois d'application de la nouvelle législation, le flux quotidien de nouveaux interdits a doublé (8 000 par jour, contre 4 000 sous l'ancienne loi), sans être entièrement compensé par le flux de personnes utilisant la faculté de régularisation offerte par la nouvelle loi, et qui s'est élevé à 6 000 par jour avec des pointes à 6 300-6 400 par jour en février et décembre 1993. Cette

progression s'explique, *principalement*, par l'effet mécanique de la suppression du délai de régularisation de trente jours (on estime à 2 800 par jour le nombre de dossiers supplémentaires générés par cette mesure) et, *secondairement*, par une pratique plus rigoureuse des banques du fait, semble-t-il, de l'existence d'une faculté de régularisation désormais offerte en permanence au tireur et de l'automatisation des procédures.

Compte tenu de ces régularisations auxquelles il a fallu ajouter jusqu'au 1<sup>er</sup> juin 1993 les purges automatiques d'anciens interdits (3 400 par jour), le flux net quotidien était négatif à partir de septembre 1992 et le stock d'interdits, qui était de 1 007 000 en mai 1992 s'établissait à 965 000 interdits en mai 1993, un an après la mise en œuvre de la loi. À la suite de l'achèvement, depuis le 1<sup>er</sup> juin 1993, des purges automatiques d'anciens interdits et comme les régularisations ne compensaient pas les créations de nouveaux dossiers d'interdits, le FCC s'est à nouveau accru pour atteindre 1 270 000 interdits à fin 1993.

À fin juillet 1994, le FCC comptait 1 481 000 interdits. Sur la base de 8 000 interdictions par jour (constatée en 1993 et en juin-juillet 1994), le fichier pourrait compter 1 630 000 interdits à fin 1994.

#### Évolution des rejets de chèques en compensation

Le nombre des rejets de chèques en compensation interbancaire a diminué en 1992 et 1993. Ainsi, en 1991, le nombre de rejets en compensation était de 12 067 000 (3,2 pour mille des chèques échangés), contre 10 164 000 en 1993 (2,6 pour mille des chèques échangés), soit une diminution de 15,8 % alors que, dans le même temps, le nombre de chèques échangés progressait de 2,7 %. Cette diminution est imputable presque en totalité à la décreue des chèques sans provision qui représentent environ 75 % (soit 9 millions en 1991 et 7,5 millions en 1993) du total des rejets puisque les autres motifs de rejet (opposition, irrégularité du chèque) ont très probablement peu varié ; la baisse très légère du nombre des oppositions pour litige n'est pas significative à cet égard.

Pour les seuls chèques sans provision, la diminution depuis 1991 est donc de 16,6 % (9 millions en 1991, contre 7,5 millions en 1993).

On peut donc considérer que la nouvelle loi a entraîné une diminution de 15,8 % de l'ensemble des chèques irréguliers et de 16,6 % pour les seuls chèques sans provision, ce qui représente un succès incontestable par rapport aux objectifs du législateur de renforcer la sécurité des paiements par chèque. Il convient également de rappeler que les chèques impayés déclarés à la Banque de France ne représentent qu'1,3 pour mille des chèques échangés.

#### Analyse du contenu du FCC à fin 1993-début 1994

##### Rapport régularisations/interdictions et ancienneté des interdits recensés

Deux observations s'imposent.

– Le rapport est en moyenne de 75 % avec, chaque jour, 6 000 régularisations, contre 8 000 interdictions. Toutefois, au début de l'année 1994 (février et mars), le nombre d'interdictions a diminué et s'est établi à 7 000 par jour, soit un rapport de 85 % (6 000 « sorties » pour 7 000 « entrées »). Cette tendance n'a cependant pas été confirmée en juin et juillet 1994 où le nombre d'interdictions est remonté à 8 000 par jour en moyenne. Il convient par conséquent de rester prudent sur les prévisions d'évolution en la matière.

– En termes d'ancienneté dans le FCC, on observe que 29 % des personnes sont sous le coup d'une interdiction depuis *plus d'un an* et auraient donc, sous l'empire des anciennes dispositions, recouvré automatiquement la capacité d'émettre des chèques. L'observation sur les interdits plus « récents » montre que plus de la moitié des interdits (52 %) ont plus de 7 mois.

Ces observations conduisent à s'interroger sur les raisons pour lesquelles le rapport régularisations/interdictions se situe autour de 75 % et les interdits « anciens » n'opèrent pas les régularisations et paraissent se résigner au statut d'interdit.

Aujourd'hui il n'est pas possible d'établir un diagnostic précis, d'autant que les causes sont certainement multiples, mais quelques axes de réflexions peuvent être identifiés :

- d'une part, l'impact des difficultés financières rencontrées par les personnes en situation de fragilité du fait de la situation économique (progression du chômage, réduction du pouvoir d'achat, etc...);

- d'autre part, le coût « complet » de la régularisation qui peut se révéler rédhibitoire pour des ménages à revenus modestes, notamment en raison du cumul des pénalités libératoires légales et des commissions contractuelles prélevées par les établissements tirés.

#### Nombre et montant des incidents

Il est intéressant de noter dans la répartition des chèques impayés par tranche de montant que 53,3 % des incidents sont d'un montant inférieur à 500 francs. De même, la ventilation des dossiers d'interdits par montant cumulé d'impayés fait apparaître que 20,2 % des dossiers ont un montant cumulé d'impayés inférieur à 1 000 francs, tandis que 8,5 % des dossiers ont un montant cumulé supérieur à 20 000 francs. Enfin, 28,2 % des dossiers n'ont qu'un seul incident de paiement alors que 17,7 % des dossiers recensent dix incidents et plus.

#### Incidences de la loi sur les décisions d'interdiction judiciaire

Le nombre de décisions d'interdiction judiciaire a chuté brutalement depuis 1991, ce qui est une des conséquences de la dépenalisation de l'émission de chèques sans provision depuis l'entrée en vigueur, le 1<sup>er</sup> janvier 1992, des dispositions pénales de la loi du 30 décembre 1991. Alors que 19 000 décisions d'interdiction judiciaire ont été notifiées à la Banque de France en 1991, ce chiffre s'est réduit à 5 400 en 1992 et 1 000 en 1993.

Corrélativement, le nombre d'interdits judiciaires recensés dans le FCC diminuait : 29 000 à fin 1991, 18 000 à fin 1992 et 8 000 à fin 1993. Enfin, le nombre de personnes qui sont à la fois interdites bancaires et judiciaires est également en diminution : 2 600 à fin 1991, 1 500 à fin 1992, 400 à fin 1993.

#### Incidences de la loi sur le nombre de personnes morales et d'entrepreneurs individuels recensés

Le nombre de personnes morales recensées dans la base de données a très légèrement diminué depuis l'entrée en vigueur du nouveau dispositif puisqu'il y a environ 51 000 personnes morales (essentiellement des entreprises mais aussi des associations) recensées à fin 1993, contre 55 000 à fin 1991. Les personnes morales représentent environ 4 % des personnes frappées d'interdiction.

En outre, environ 70 000 entrepreneurs individuels étaient recensés dans le FCC à fin 1993 ; aucune statistique n'est disponible pour les années antérieures mais on peut supposer que ce nombre a été stable, à l'instar de celui des entreprises dotées de la personnalité morale.

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

### 2.2.1. Contenu du fichier

À fin juillet 1994, le fichier comprenait 11 millions d'informations réparties en :

- 1,4 million de relevés d'identité bancaires (RIB), « FCC » (coordonnées de comptes sur lesquels ont été constatés des incidents),

- 1,4 million de RIB « Ficoba » (coordonnées de comptes d'interdits bancaires sans incidents),

- 4,3 millions de RIB correspondant aux coordonnées de comptes clôturés,
- 3,9 millions de RIB associés à des chèques en opposition pour perte ou vol.

En termes de modalités de collecte, plus de 92 % de l'alimentation émanant des établissements tirés s'effectue par télétransmission (une ou deux vacations quotidiennes, y compris le samedi — des télétransmissions sont envisagées le dimanche pour les réseaux travaillant le samedi), le reste provenant de saisie par minitel sécurisé. L'alimentation par les forces de police et de gendarmerie — oppositions uniquement — représente 1,1 % des flux globaux pour ce type de données.

Désormais, 335 établissements sont connectés au fichier sur un total de 350 sur qui des chèques sont réellement tirés, soit un taux de couverture de 93 % des établissements tirés de chèques ; une action auprès des quelques banques restantes ainsi que de quelques sociétés de bourse, qui représentent en tout état de cause moins de 1 % des comptes gérés, est en cours pour les rappeler à leurs obligations déclaratives ou simplement obtenir d'eux — conformément aux dispositions de l'article 2 de l'arrêté du 24 juillet 1992 — les règles de codage permettant le rapprochement entre les coordonnées bancaires figurant dans le fichier et les caractéristiques des lignes magnétiques des chèques fournies par les appelants.

### 2.2.2. Consultation du fichier

Sous l'empire du FNCV, 32 000 commerçants avaient demandé un code d'accès dont la plupart des enseignes de la grande distribution. Sur ce total, 7 000 à 8 000 codes étaient considérés comme réellement « actifs ». À la demande de la Commission nationale de l'informatique et des libertés, les codes d'accès au FNCI doivent désormais être renouvelés chaque année, ce qui a conduit à mettre en œuvre au printemps 1993 une procédure d'abonnement annuel payant (200 francs hors taxes). Aujourd'hui 17 500 adhérents ont souscrit à cet abonnement. Seuls une dizaine de codes ont été demandés par des particuliers.

Un total de 14 millions de consultations a été enregistré en 1993, en progression de 225 % par rapport à 1992, 63 % de ce volume total s'appliquant aux six derniers mois.

La pointe saisonnière de décembre 1993 (2,1 millions de consultations) est supérieure à celle de décembre 1992 qui était de 918 000 appels. Le mois de juillet 1994 a enregistré 2,8 millions de consultations (+ 120 % par rapport au mois de juillet 1993). Le taux de réponses d'alerte, directement dépendant du comportement des appelants à l'égard de la décision de consulter, est actuellement de l'ordre de 1,5 % (43 000 en juillet 1994) dont 37 500 réponses « rouge » (comptes et chèques en alerte) et 5 500 réponses « orange » (comptes en alerte).

Le FNCI est accessible, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un mandataire, au sens du décret du 26 mai 1992. Le mandataire est une personne (physique ou morale) qui reçoit mandat d'un bénéficiaire de chèques de vérifier pour son compte la régularité de l'émission du chèque et propose, à cette fin, à son mandant un service technique d'accès au Fichier : en pratique, le mandataire concentre les appels des mandants et s'interpose entre l'appelant et le FNCI. Le mandataire est enregistré par la Banque de France après signature de la « Charte du mandataire », document contractuel régissant ses droits et obligations. Il reçoit un code d'accès spécifique qui doit être, lors de chaque appel, couplé avec le code du commerçant appelant. L'information doit être délivrée par le mandataire sans altération et ne doit pas être stockée.

L'accès se fait donc par voies directes ou indirectes.

#### *Accès directs*

- Petit commerce

C'est l'accès Télétel actuellement opérationnel soit à partir d'un Minitel (voie 1), soit à partir d'un lecteur de chèques connecté (voie 1bis) ou non (voie 2 : lecteur autonome) au Minitel : près de 60 % des

2,8 millions de consultations enregistrées au mois de juillet 1994 ont été opérées par l'intermédiaire d'un lecteur autonome, 5 % par le Minitel et 3 % par lecteur connecté au Minitel. L'ouverture d'un accès par Audiotel est prévue courant 1994.

– Grand commerce et grande distribution

Des premiers contrats ont été signés et les premières connexions sont effectives ou programmées à très court terme avec plusieurs enseignes de la grande distribution comme de la vente par correspondance. La consultation par les gares SNCF est également optionnelle depuis le mois de juillet 1994.

– Particuliers bénéficiaires de chèques

Seulement une dizaine d'accréditations ont été sollicitées auprès de la Banque de France qui a délivré les codes d'accès correspondants.

*Accès indirects*

Réservés aux « mandataires », permettant l'accès FNCFI par l'intermédiaire de services télématiques offerts à la clientèle de commerçants.

Une douzaine de sociétés ont postulé au statut de mandataire — sociétés de garantie de chèques notamment, Sociétés de services en ingénierie informatique (SSII), établissements de crédit... et les premières liaisons opérationnelles sont en place depuis le mois de mai 93. Actuellement, l'accès mandataire ne représente encore que 100 000 consultations par mois mais recèle de fortes potentialités de développement.

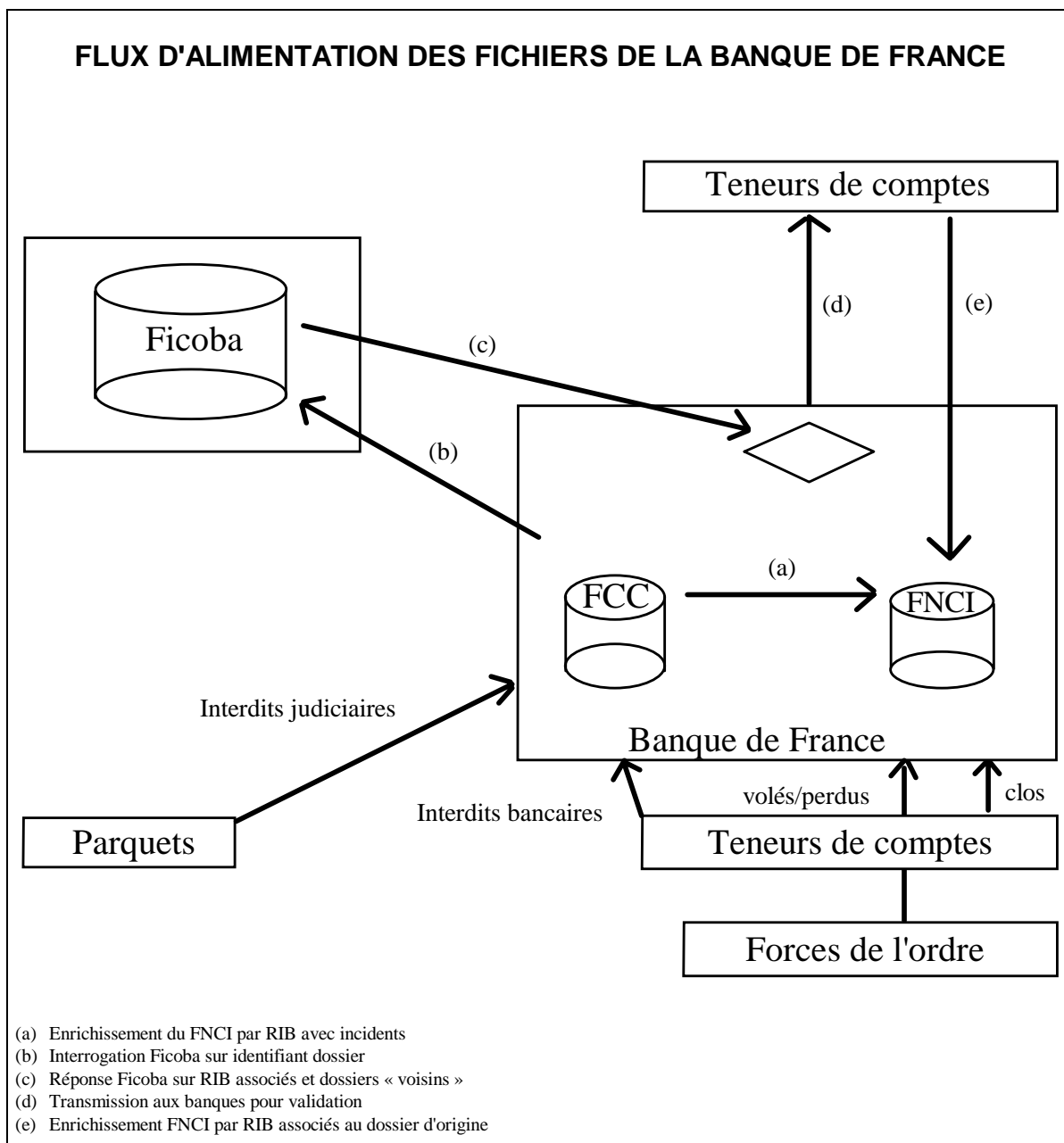
Perspectives de consultations

Elles s'établissent comme suit :

- de l'ordre de 30 millions d'appels pour 1994, en fonction des contraintes techniques et financières d'équipements, chez les grands utilisateurs notamment ;
- 100 à 150 millions d'appels par an après achèvement du déploiement du service, soit sous quatre ou cinq ans : 3 % à 5 % des chèques remis en paiement dans le commerce devraient alors faire l'objet d'une vérification.

Ce bilan montre que la Banque de France, comme la profession bancaire, ont rempli de manière tout à fait satisfaisante leurs obligations pour assurer l'efficacité du dispositif légal.

Les évolutions constatées montrent que la loi du 30 décembre 1991 a rempli l'objectif qui lui était assigné d'améliorer la sécurité des chèques et des cartes de paiement.



# LE RETOURNEMENT CONJONCTUREL DE 1992 ET 1993 EN FRANCE : UNE MODÉLISATION VAR DES POSTES DE LA DEMANDE

En 1992, la consommation a connu des chocs négatifs, expliquant le ralentissement du PIB marchand. Ils ont été suivis d'importants chocs négatifs sur les variations de stocks, à l'origine de la récession de 1993.

GHISLAINE SALMAT

*Université Paris I et Direction générale des Études  
Centre de recherche*

■ Parmi les différents postes de la demande, ni les exportations nettes, ni les dépenses publiques ne semblent avoir joué un rôle dans le retournement conjoncturel de 1992 et 1993.

■ Les investissements ont connu des chocs négatifs dont les effets très faibles en 1992, mais plus sensibles en 1993, n'ont pas eu un impact déterminant sur le déroulement du cycle.

■ Les chocs sur la consommation ont eu des effets nettement plus significatifs. S'ils n'ont pas été prépondérants en 1993, ce sont les seuls en revanche à expliquer l'évolution du PIB sur les trois premiers trimestres de 1992.

■ Cet effet reste important après le quatrième trimestre de 1992 puis disparaît lorsque les chocs sur les

variations de stocks prennent le relais, puisqu'ils expliqueraient alors plus de 50 % de la différence entre la projection du PIB et son observation.

■ Ainsi, le scénario de déroulement de la phase de récession commence par un choc de consommation expliquant le fléchissement du PIB début 1992, prolongé et amplifié ensuite par des chocs sur les variations de stocks, chocs sans lesquels l'économie française n'aurait pas connu de récession en 1993.

■ Cette conclusion éclaire a contrario le constat tiré des enquêtes de conjoncture montrant l'importance jouée par la reconstitution de ces mêmes stocks dans la phase récente de reprise.

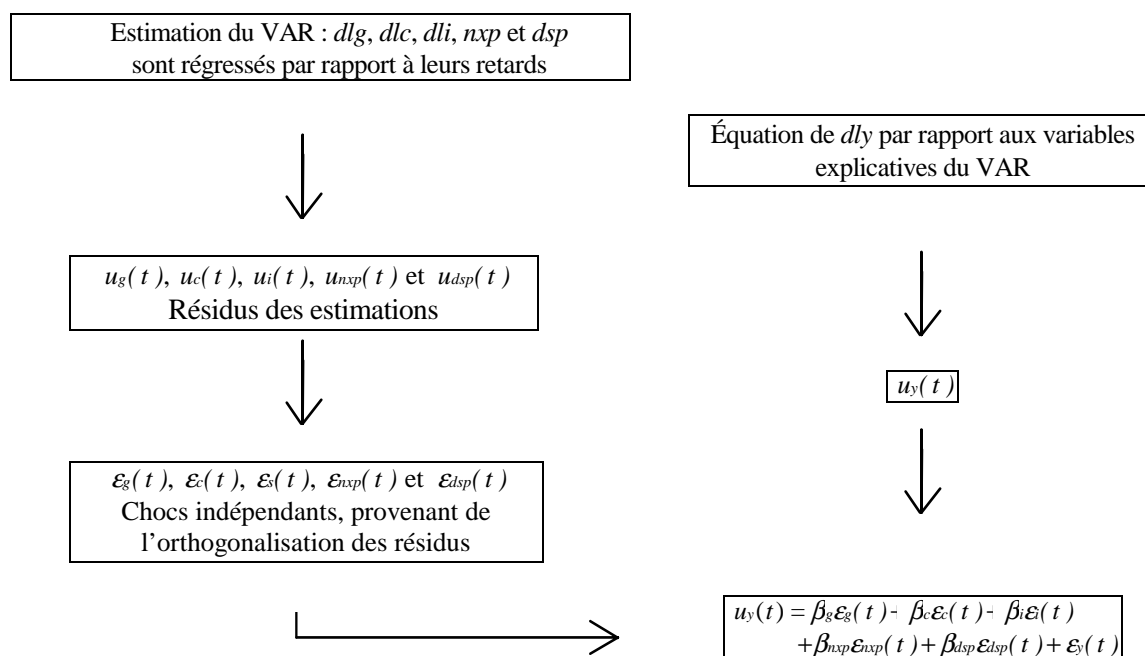
## 1. Spécifications du modèle

Les mesures comptables de contribution à la croissance du PIB ne peuvent prendre en compte les phénomènes économiques dynamiques de diffusion d'un poste de la demande à l'autre. Si, par exemple, les exportations nettes ralentissent, il en sera de même pour le PIB et donc pour le revenu de ménages. Ceci se traduira alors par une diminution du rythme de progression de la consommation des ménages. Finalement, la contribution de la consommation des ménages à la croissance du PIB fléchira, bien que le choc initial ne se soit pas produit sur ce poste de demande.

La méthodologie VAR (pour Vecteurs Auto Régressifs), utilisée ici, vise à identifier ces effets de diffusion afin de calculer l'influence des chocs, c'est-à-dire des variations inexplicables par les autres variables de demande, sur l'activité. Reprenant l'exemple précédent, en régressant le taux de croissance de la consommation sur ses propres retards et sur les variations des autres postes de la demande, le ralentissement de la consommation n'apparaîtra pas comme un choc sur la consommation, mais bien comme une conséquence d'un choc sur les exportations nettes.

Cinq postes de la demande sont retenus : les dépenses publiques (notées  $g$ ), la consommation des ménages ( $c$ ), l'investissement ( $i$ ), les exportations nettes des importations ( $nx$ ), et enfin les variations de stocks ( $dx$ ). Les variables sont exprimées en taux de croissance et précédées d'un  $dl$  (pour variation logarithmique), ou en rapport au PIB (pour les exportations nettes et pour les variations de stocks qui seront suivies d'un  $p$ )<sup>1</sup>.

La démarche adoptée dans cet article, et qui va être exposée en détail, est résumée dans l'organigramme suivant :



<sup>1</sup> On pourra trouver tous les résultats économétriques intermédiaires dans la Note d'études et de recherche n° 28.



Le modèle est estimé en deux temps. Tout d’abord, nous estimerons un VAR pour les composantes du PIB (après les avoir « stationnarisées »), puis le logarithme du PIB en différence est régressé sur les variables explicatives du VAR<sup>1</sup>.

La représentation VAR s’écrit :

$$Z(t) = B(L)Z(t-1) + U(t) \tag{1}$$

où  $B(L)$  est une matrice (5,5) de polynômes de retards,  $U(t)$  est le vecteur des résidus du VAR et

$$Z(t) = \begin{pmatrix} dlg(t) \\ dlc(t) \\ dli(t) \\ nxp(t) \\ dsp(t) \end{pmatrix}$$

Par la suite, les résidus estimés des équations de dépenses publiques, de consommation, d’investissement, d’exportations nettes et de variations de stocks sont notés respectivement  $u_g(t)$ ,  $u_c(t)$ ,  $u_i(t)$ ,  $u_{nxp}(t)$  et  $u_{dsp}(t)$ .

Une fois le modèle VAR estimé, on ne dispose que des résidus d’estimation qui sont corrélés. Il est nécessaire de les « orthogonaliser » pour disposer de chocs indépendants.

En notant  $\varepsilon_g(t)$ ,  $\varepsilon_c(t)$ ,  $\varepsilon_i(t)$ ,  $\varepsilon_{nxp}(t)$  et  $\varepsilon_{dsp}(t)$ , les chocs orthogonaux sur les dépenses publiques, la consommation, les investissements, les exportations nettes et les variations de stocks à calculer, il s’agit de trouver une matrice de décomposition  $S$  telle que l’on puisse écrire :

$$U(t) = S\varepsilon(t) \tag{2}$$

$$\text{avec : } \varepsilon(t) = \begin{pmatrix} \varepsilon_g(t) \\ \varepsilon_c(t) \\ \varepsilon_i(t) \\ \varepsilon_{nxp}(t) \\ \varepsilon_{dsp}(t) \end{pmatrix} \text{ et } \text{Var}(\varepsilon) = Id$$

de façon à obtenir la décomposition habituelle de Choleski ( $SS' = \Omega = \text{Var}(U)$ ). Contrairement à ce qui est couramment pratiqué depuis Bernanke [1] et Sims [2], où les chocs d’une seule variable sont exogènes et où les innovations des autres variables dépendent de ce seul choc, nous avons effectué l’orthogonalisation suivante, qui est en fait une triangularisation :

$$U(t) = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \lambda_c & 1 & 0 & 0 & 0 \\ \lambda_{1i} & \lambda_{2i} & 1 & 0 & 0 \\ \lambda_{1nxp} & \lambda_{2nxp} & \lambda_{3nxp} & 1 & 0 \\ \lambda_{1dsp} & \lambda_{2dsp} & \lambda_{3dsp} & \lambda_{4dsp} & 1 \end{pmatrix} \cdot \varepsilon(t)$$

<sup>1</sup> En l’occurrence, il s’agira d’un VAR en différence avec un glissement, puisque nous n’avons pas trouvé de relations de cointégration.

Cette triangularisation permet par construction — puisqu'il y a juste identification — d'obtenir des chocs orthogonaux. De plus, il paraît raisonnable de considérer que les chocs de dépenses publiques peuvent seuls être exogènes. Les innovations sur l'investissement peuvent dépendre des chocs de consommation mais il serait difficilement défendable d'expliquer une innovation sur la consommation par un choc sur les investissements. Les innovations sur les exportations nettes peuvent dépendre des chocs de consommation et d'investissement par le biais des importations. Quant aux innovations sur les stocks, elles devraient dépendre, par construction, des chocs sur les autres variables<sup>1</sup>. Enfin, des estimations faites par ailleurs, montrent que les chocs d'investissement sont nettement sous-estimés, lorsque l'on inverse l'ordre investissement-exportations nettes dans la matrice de décomposition (ceci afin de prendre en compte l'effet des chocs d'exportations nettes sur les investissements), tandis que les chocs d'exportations restent inchangés.

Par construction, le PIB marchand vérifie l'équation comptable  $y = c + i + g + nx + ds$ , et dans une deuxième étape, le taux de croissance du PIB marchand est régressé sur les taux de croissance retardés de ses composantes. Enfin, le résidu de cette équation est à son tour régressé sur les différents chocs.

L'équation du PIB marchand est la suivante :

$$dly(t) = A(L)Z(t-1) + u_y(t) \quad (3)$$

où  $A(L)$  est un vecteur de polynômes de retards. Nous supposons qu'ils ont la même forme que ceux de  $B(L)$ . Finalement, pour expliquer l'évolution du PIB, il suffit de régresser  $u_y(t)$  par rapport aux différents chocs. Ainsi nous obtenons :

$$u_y(t) = \beta_g \varepsilon_g(t) + \beta_c \varepsilon_c(t) + \beta_i \varepsilon_i(t) + \beta_{nxp} \varepsilon_{nxp}(t) + \beta_{dsp} \varepsilon_{dsp}(t) + \varepsilon_y(t) \quad (4)$$

De l'équation (4), nous pouvons déduire l'effet immédiat d'un choc sur les variations du PIB marchand. En y associant les équations (1) à (3), nous avons les effets à long terme d'un choc sur le PIB marchand.

Ainsi, le résidu de cette dernière équation peut s'interpréter comme l'évolution du PIB marchand qui ne peut être expliqué ni par ses composantes passées, ni par leurs cycles. Nous obtenons donc l'évolution du PIB marchand expliquée par des chocs de consommation, d'investissement, ... Nous fonderons notre étude sur cette dernière équation.

## 2. Résultats empiriques

### 2.1. Estimation du VAR et décomposition des résidus

Après avoir vérifié que  $lg$ ,  $lc$  et  $li$  étaient  $I(1)$ , et avant d'estimer le VAR, nous avons testé une ou plusieurs relations de cointégration entre ces trois variables<sup>2</sup>. D'après les résultats de l'analyse de cointégration, au seuil de 5 %, nous ne pouvons retenir aucune relation de cointégration entre les trois variables. Le modèle estimé est donc un VAR en différence avec un glissement, que nous noterons VARD (pour VAR en différence).

Afin de calculer effectivement une évolution non prévisible du PIB marchand, nous avons également testé d'éventuelles relations de cointégration entre les logarithmes du PIB marchand, des dépenses publiques, de la consommation et de l'investissement. Il existait, au seuil de 5 %, deux relations de cointégration entre ces variables. Cependant, nous n'avons pas retenu ici l'équation du PIB contenant les résidus retardés de ces équations pour les raisons suivantes.

<sup>1</sup> Toute identification des chocs se faisant, de toute façon, selon des hypothèses arbitraires, comme le soulignent Blanchard [3], nous avons utilisé celle qui nous semblait la plus judicieuse pour répondre à nos interrogations.

<sup>2</sup> Utilisant ainsi le théorème de Engle et Granger [4] justifiant l'estimation en deux étapes et celui de Stock [5] démontrant la super convergence des coefficients estimés du vecteur cointégrant

– Les résidus retardés des relations de cointégration avaient des coefficients non significatifs dans l'équation du PIB marchand.

– L'équation du résidu du PIB marchand était moins bonne du point de vue prévisionnel de l'ajustement, et surtout une autocorrélation des résidus apparaissait, autocorrélation due à l'introduction des résidus retardés des relations de cointégration.

– L'interprétation des résultats était strictement identique quant aux causes du retournement de conjoncture mais avec des simulations rétrospectives de moindre qualité.

Enfin, pour déterminer le nombre de retards que nous devons inclure dans le VARD, nous avons effectué des tests de rapport de vraisemblance. Les tests portaient sur des retards variant de un à huit. Au seuil de 5 %, nous avons ainsi conclu qu'un VARD à trois retards était le seul modèle à ne pouvoir être rejeté.

De ces équations, nous déduisons les résidus, la matrice d'orthogonalisation, et enfin les chocs.

## 2.2. Influence des chocs sur le PIB marchand

Avant d'adopter une équation définitive, nous avons jugé utile de l'estimer par la méthode des résidus récursifs. Un test du CUSUM-Square nous ayant prouvé la stabilité du modèle, les résultats sont résumés dans l'équation suivante, les statistiques de Student étant entre parenthèses :

$$u_y(t) = 0,00109 \varepsilon_g(t) + 0,00201 \varepsilon_c(t) + 0,00222 \varepsilon_i(t) + 0,00083 \varepsilon_{exp}(t) + 0,00362 \varepsilon_{dsp}(t) + \hat{\sigma}_{u_y} \varepsilon_y$$

(33,21)                      (60,76)                      (67,31)                      (25,22)                      (109,7)

$$R^2 = 0,996 \quad \bar{R}^2 = 0,996 \quad D.W. = 1,80$$

Cette équation n'est pas interprétable en terme d'élasticité. En effet, les chocs sont orthogonaux et d'écart-type unitaire tandis que les résidus  $u_y(t)$  ne sont pas normés. En réécrivant l'équation (4) obtenue, nous avons :

$$u_{ym}(t) = 0,22\varepsilon_g(t) + 0,41\varepsilon_c(t) + 0,45\varepsilon_i(t) + 0,17\varepsilon_{exp}(t) + 0,73\varepsilon_{dsp}(t) + \varepsilon_y(t)$$

avec  $u_{ym}(t) = u_y(t) / \sigma_{u_y}$

Ainsi, les *effets instantanés*, exprimés relativement à l'écart-type du taux de croissance du PIB marchand sont de 0,22 %, 0,40 % et 0,45 % lorsque l'on a un choc de 1 % de l'écart-type sur les dépenses publiques, la consommation ou l'investissement. Un choc positif de 1 sur les exportations nettes ou les variations de stocks provoque un accroissement instantané de 0,17 % et 0,73 % du PIB marchand<sup>1</sup>.

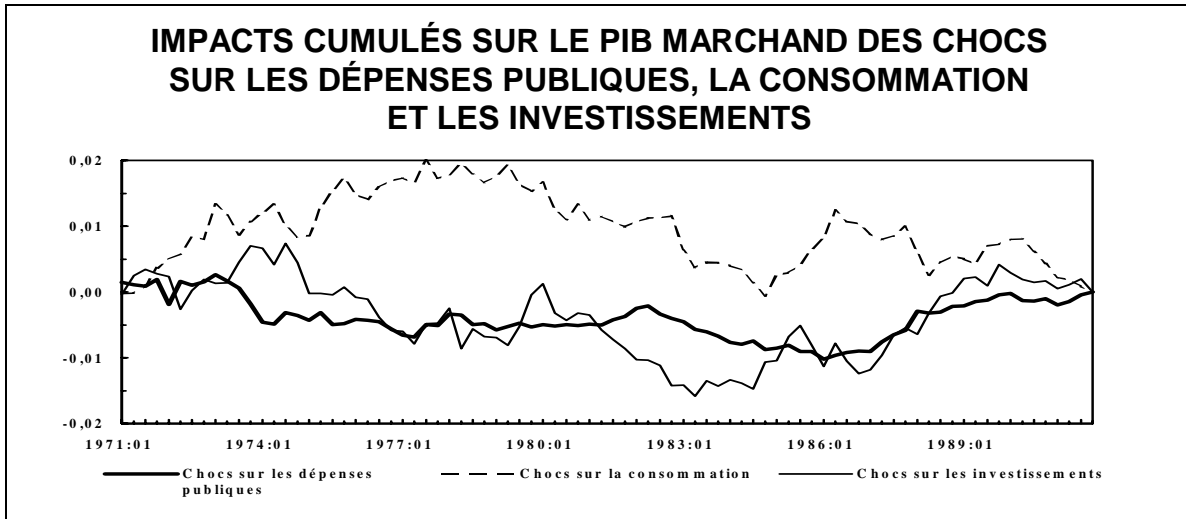
Les graphiques suivants offrent une représentation de l'influence directe des chocs des postes de la demande sur le PIB depuis 1971. Pour en faciliter la lecture, les contributions des différents chocs sont cumulées, une courbe croissante révélant donc une suite de chocs à effet positif sur le taux de croissance du PIB marchand. Les variations relatives du PIB marchand sont représentées en ordonnées.

Par exemple, la relance économique de 1981 correspond à des chocs positifs sur les dépenses publiques à partir du troisième trimestre de 1981 et jusqu'au deuxième trimestre de 1982 (graphique 1). Si les chocs de dépenses publiques ont alors eu un effet positif sur le PIB marchand (+ 0,30 %), cet effet a été contrarié par d'importants chocs négatifs sur l'investissement qui, sur la même période,

<sup>1</sup> L'importance de ce dernier coefficient ne doit pas être mal interprétée. En effet, les exportations nettes et les variations de stocks sont divisées par le PIB marchand. Ainsi, une augmentation d'un point du rapport exportations nettes-PIB marchand signifierait une très forte augmentation des exportations nettes.

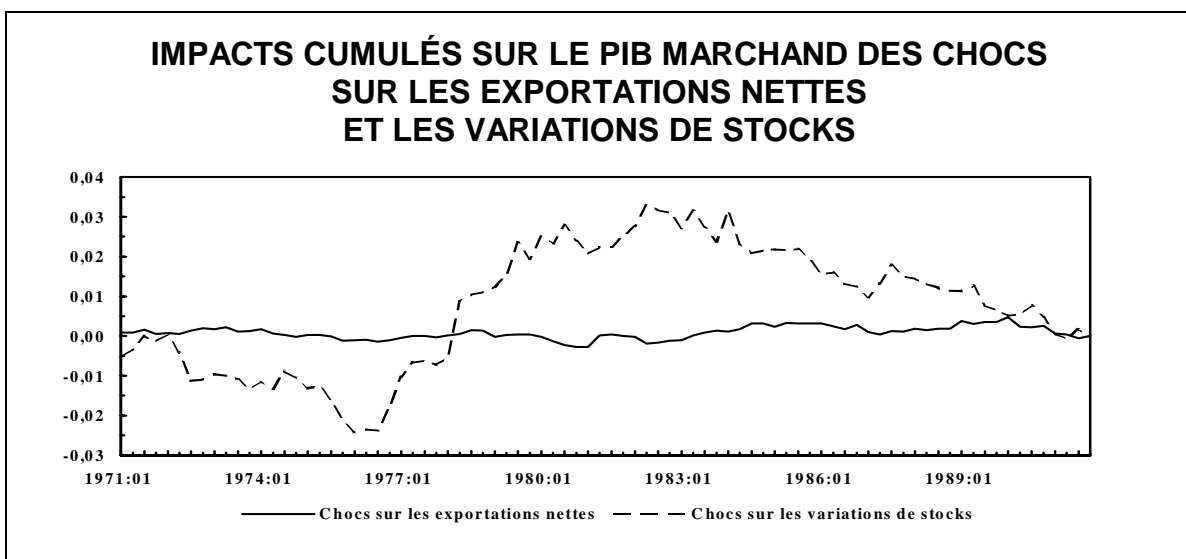
diminuaient le PIB marchand de 0,46 %. Par la suite, à partir du troisième trimestre de 1982, les chocs sur les dépenses publiques sont très nettement négatifs ; l'effet total a été 0,81 point de croissance en moins sur le PIB marchand entre 1982 et 1986.

Graphique 1



L'impact immédiat des chocs extérieurs sur le niveau du PIB marchand est quasiment nul (graphique 2). Les exportations nettes semblent n'avoir eu qu'une faible influence sur le PIB marchand parce que les résidus observés sur les exportations nettes des importations sont corrélés avec d'autres chocs de demande. Cependant, l'influence favorable de la réunification allemande sur les exportations nettes est visible, puisqu'entre 1987 et 1990 l'impact des chocs extérieurs a augmenté de 0,43 % le PIB marchand.

Graphique 2



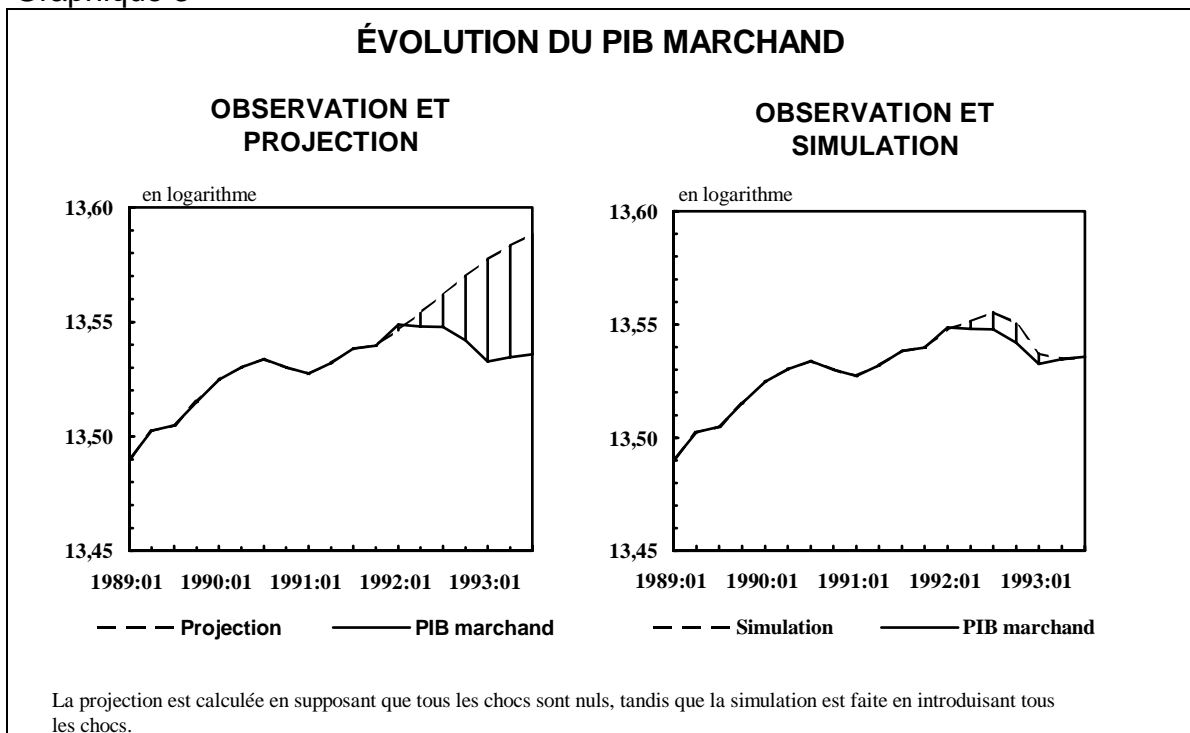
### 3. Le retournement de conjoncture de 1992-1993

Avant de déterminer quelles ont pu être les causes du retournement conjoncturel de 1992-1993, nous allons montrer que l'évolution du PIB marchand n'aurait pu être prévue correctement, à l'horizon 1993, grâce aux seules dynamiques de ses composantes. En d'autres termes, le VARD et l'équation du PIB marchand n'auraient pas permis de prévoir le retournement de conjoncture, justifiant donc notre démarche <sup>1</sup>.

#### 3.1. Projections sous l'hypothèse de chocs nuls

Le graphique 3 (observation et projection) illustre l'évolution prévue du logarithme du PIB marchand avec les seules dynamiques du VARD et son observation. Ainsi, nous avons utilisé pour l'obtenir les seules équations (1) et (3) estimées. Ceci signifie que les innovations sont contraintes à être nulles sur la période premier trimestre 1992-troisième trimestre 1993.

Graphique 3

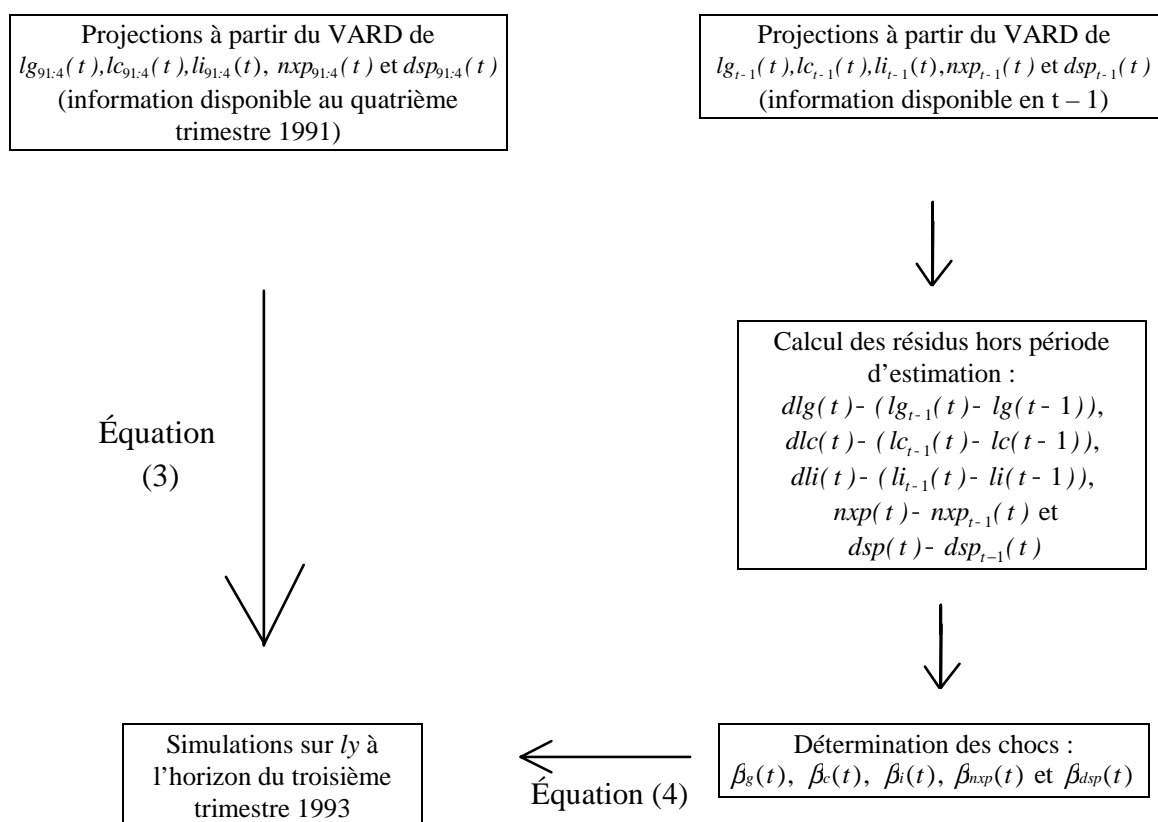


D'après le graphique 3 (observation et projection), nous avons donc connu sur la période 1992-1993 des chocs négatifs. Ils peuvent expliquer le retournement de conjoncture, puisque, s'ils n'avaient pas existé, le PIB marchand n'aurait pas diminué. De plus, à l'exception des exportations nettes et des dépenses publiques, l'ensemble des variables a été surestimé dans les projections faites sur la période 1992-1993.

#### 3.2. Détermination des chocs sur la période 1992-1993

Afin d'améliorer la simulation, nous avons donc pris en compte la présence de chocs exogènes sur les dépenses publiques, la consommation, l'investissement, les exportations nettes et les variations de stocks. Pour cela, nous avons adopté une stratégie résumée dans l'organigramme suivant :

<sup>1</sup> Ce résultat est valable quelle que soit la décomposition des résidus effectuée, puisque nous avons contraint tous les chocs, et par conséquent toutes les innovations, à être nulles sur la période premier trimestre 1992-troisième trimestre 1993.



Grâce au VARD estimé, nous avons effectué des projections à l'horizon du troisième trimestre 1993, sur les variables  $lg$ ,  $lc$ ,  $li$ ,  $nxp$  et  $dsp$ . Ces projections ont été réalisées à partir de l'information disponible au quatrième trimestre 1991. Nous les appellerons  $lg_{91:4}(t)$ ,  $lc_{91:4}(t)$ ,  $li_{91:4}(t)$ ,  $nxp_{91:4}(t)$  et  $dsp_{91:4}(t)$ ,  $t$  étant l'horizon de prévision.

Afin de déterminer les chocs, nous avons construit de nouvelles projections sur ces variables, mais à partir de l'information disponible à la période précédente. Nous les appellerons  $lg_{t-1}(t)$ ,  $lc_{t-1}(t)$ ,  $li_{t-1}(t)$ ,  $nxp_{t-1}(t)$  et  $dsp_{t-1}(t)$ . Une fois connue la réalisation en  $t$ , nous en déduisons les résidus hors période d'estimation, ou innovations, d'un trimestre sur l'autre. Connaissant les innovations sur la période quatrième trimestre 1970-troisième trimestre 1993, nous avons dû recalculer une nouvelle matrice de décomposition des innovations en chocs. En effet, la matrice  $S$ , estimée précédemment nous permettait d'obtenir des chocs orthogonaux sur la période quatrième trimestre 1970-quatrième trimestre 1991. En appliquant cette matrice aux innovations obtenues sur la période premier trimestre 1992-troisième trimestre 1993, il n'était donc pas certain que ces « chocs » soient effectivement orthogonaux.

Ainsi, nous pouvons établir les simulations que nous aurions obtenu sur le PIB marchand, sur la période premier trimestre 1991-troisième trimestre 1993, si nous avons connu les chocs qui se sont produits. Cette simulation s'est faite sur la base de l'information disponible au quatrième trimestre 1991, donc de  $lg_{91:4}(t)$ ,  $lc_{91:4}(t)$ ,  $li_{91:4}(t)$ ,  $nxp_{91:4}(t)$  et  $dsp_{91:4}(t)$ , et à partir des équations estimées (4) puis (3).

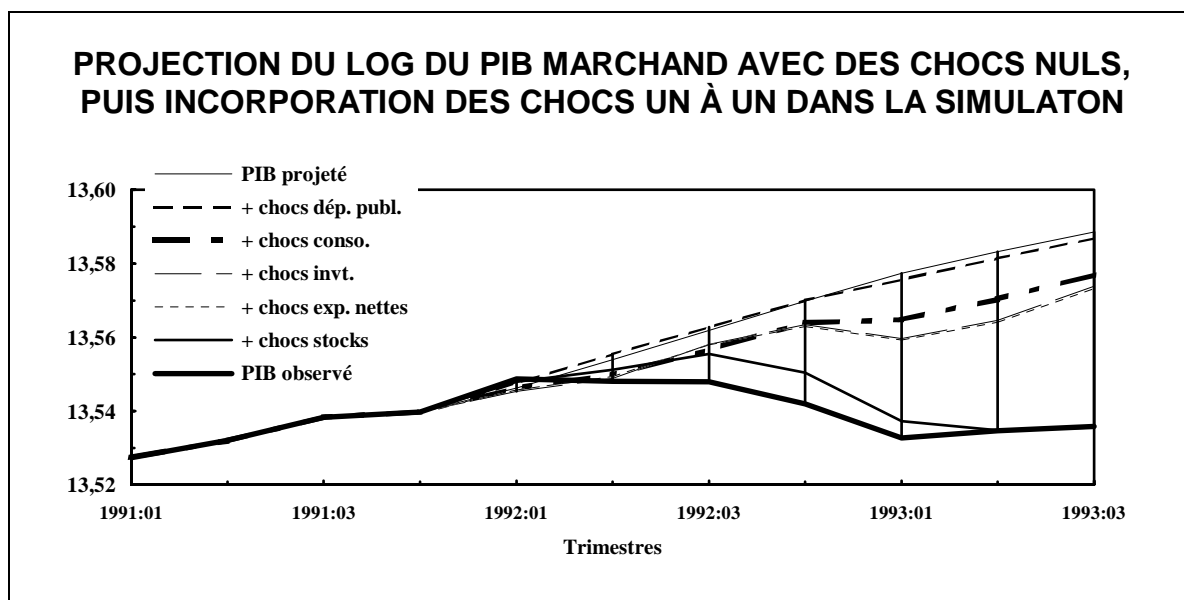
Les prévisions sur la période premier trimestre 1992-troisième trimestre 1993, représentées dans le graphique 3 (observation et simulation), sont donc nettement améliorées lorsque l'on intègre les différents chocs.

Le coefficient de corrélation entre le PIB marchand effectif et sa simulation est de 89,95 %, lorsque la simulation est réalisée en réintégrant les différents chocs. Ceci signifie que nous avons pu presque entièrement expliquer le retournement de conjoncture et la décroissance du PIB marchand.

Afin de connaître l'influence des différents chocs dans le retournement de conjoncture, des simulations emboîtées sont faites sur le PIB marchand. Elles sont réalisées à l'horizon du troisième trimestre de 1993 en supposant, dans un premier temps, que seuls les chocs de dépenses publiques ont existé (les chocs de consommation, d'investissement, d'exportations nettes et de variations de stocks étant supposés nuls sur la période). Puis aux chocs sur les dépenses publiques sont ajoutés les chocs sur la consommation. La différence entre les deux simulations indique alors les effets sur le PIB marchand des seuls chocs de consommation. Ensuite les chocs sur l'investissement, sur les exportations nettes, et enfin sur les variations de stocks sont joints aux deux chocs précédents. L'impact de chaque type de choc est alors mesuré par sa contribution à la simulation finale qui intègre tous les chocs.

Il apparaît sur le graphique que ni les dépenses publiques, ni les exportations nettes n'ont joué un rôle dans le retournement de conjoncture de 1992 et 1993<sup>1</sup>. L'effet de chocs négatifs sur l'investissement devient visible en 1993. Les chocs de consommation ont eu des effets nettement plus significatifs. S'ils n'ont pas été prépondérants en 1993, ce sont les seuls à expliquer l'évolution du PIB marchand sur les trois premiers trimestres de 1992. Cet effet reste important après le quatrième trimestre de 1992, lorsque les chocs sur les variations de stocks prennent le relais. Les chocs sur les variations de stocks expliquent alors plus de 50 % de la différence entre la projection du PIB marchand et son observation. De fait, si les chocs de consommation peuvent expliquer le fléchissement observé sur le PIB marchand début 1992, les chocs sur les variations de stocks expliquent la décroissance du PIB marchand, puisque les autres chocs n'auraient pas à eux seuls empêché le PIB marchand de progresser en 1993.

Graphique 4

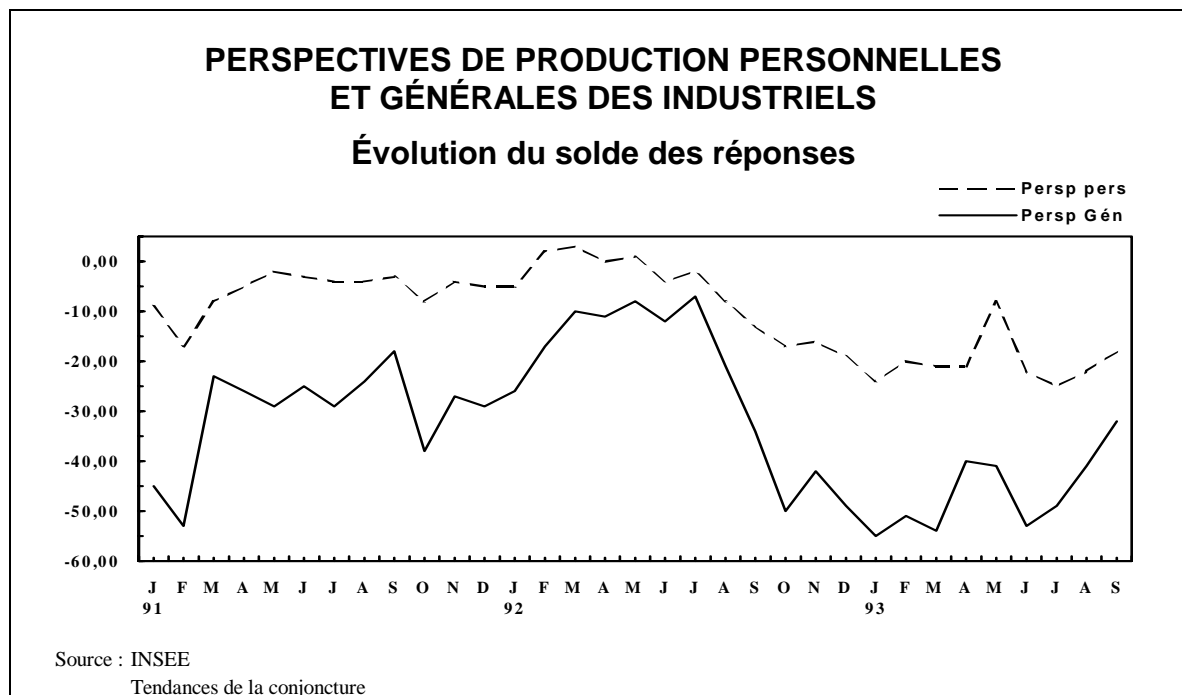


Ce phénomène proviendrait d'une modification du comportement des entreprises, due à des anticipations à la baisse de la demande. En effet, les enquêtes mensuelles et trimestrielles de l'INSEE montrent, sur cette période, une très nette détérioration de l'opinion des entreprises relatives aux

<sup>1</sup> La courbe « chocs exportations nettes » est confondue avec la courbe précédente « chocs investissements » sur le graphique 4, ce qui montre que l'introduction des chocs d'exportations nettes ne modifie pas la simulation.

perspectives de production pour les trois à quatre prochains mois (graphique 5). C'est le cas surtout à partir du troisième trimestre de 1992, où les perspectives négatives des industriels l'emportent largement sur les positives.

Graphique 5



Ce pessimisme se retrouve dans l'évolution du solde des réponses quant aux carnets de commandes et à la tendance prévue de la demande. Les anticipations de la demande, de la part des entreprises industrielles, expliqueraient donc des chocs négatifs importants sur les variations de stocks.

#### 4. Conclusion

Dans cet article, nous avons élargi une méthodologie proposée par Blanchard [6]. Il s'agissait d'identifier des chocs orthogonaux, afin de pouvoir expliquer le retournement de conjoncture de 1992-1993. Pour cela, après différents tests, nous avons modélisé, par un VAR en différence avec glissement, les variables de dépenses publiques, de consommation, d'investissement, d'exportations nettes et de variations de stocks. Nous en avons déduit une modélisation pour le PIB marchand sur la période premier trimestre 1971-quatrième trimestre 1991, à partir de la dynamique de ses différentes composantes et de l'influence des différents chocs sur les postes de la demande.

Par cette méthode, nous avons ainsi démontré qu'effectivement des chocs négatifs sur l'économie ont provoqué le retournement de conjoncture. En effet, sans la prise en compte de ces chocs, les projections réalisées sur le PIB marchand ne montrent aucun retournement. Ainsi, les évolutions passées des composantes du PIB et leur caractère cyclique ne peuvent expliquer à elles seules l'évolution du PIB marchand durant les années 1992 et 1993. Il semblerait, de plus, que ni les dépenses publiques, ni l'investissement, ni les exportations nettes, ne peuvent expliquer le retournement de conjoncture : si des chocs sur ces variables ont existé — c'est le cas en particulier pour l'investissement au début de 1993 — leur effet a été quasiment nul sur l'évolution du PIB marchand. Par contre, des chocs négatifs sur la consommation sembleraient avoir des effets non négligeables sur l'évolution du



PIB marchand encore croissant en 1992, mais marginaux en 1993 lors de la chute du PIB. Enfin, des chocs sur les variations de stocks expliqueraient la plus grande partie du retournement conjoncturel. Ces chocs peuvent se justifier par des anticipations à la baisse des entreprises quant à la demande qui leur sera adressée et à leurs perspectives de production, dans le prolongement des chocs de consommation de 1992. Ceci éclaire *a contrario* le constat tiré des enquêtes de conjoncture montrant l'importance jouée par la reconstitution de ces mêmes stocks dans la phase récente de reprise.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- [1] B. Bernanke, (1986) « Alternative Explanations of the Money-Income Correlation », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 25, pp. 49-100.
- [2] C. A. Sims, (1986) « Are Forecasting Models Usable for Policy Analysis ? » *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Winter.
- [3] O. J. Blanchard, (1989) « A traditional Interpretation of Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 79, pp. 1146-1164.
- [4] R. F. Engle, et C. W. J. Granger (1987) « Cointegrating and Error Correction : Representation, Estimation and testing », *Econometrica*, vol. 55, pp. 251-276.
- [5] J. H. Stock, (1987) « Asymptotic Properties of Least Squares Estimators of Cointegrating Vectors », *Econometrica*, vol. 55, pp. 1035-1056.
- [6] O. J. Blanchard, O. J. (1993) « Consumption and the Recession of 1990-1991. », *American Economic Review*, vol. 83, pp. 270-274.

# ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1994

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter 194 milliards de francs au deuxième trimestre, après 262 milliards le trimestre précédent.

CLAUDE MEILLER

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Pôle Valeurs mobilières*

■ La faiblesse de l'activité que l'on observait à la fin du premier trimestre 1994 sur les marchés primaires obligataires s'est confirmée au cours de la période sous revue, caractérisée par l'attentisme des émetteurs (comme des investisseurs) face à la volatilité des marchés de taux.

■ Les émissions brutes d'obligations en francs et en écus (effectuées sur les marchés intérieur et international mais cotées à la Bourse de Paris) réglées au deuxième trimestre 1994 sont revenues de 189 à 133 milliards de francs.

■ Leur durée de vie moyenne (10 ans 9 mois) est restée stable d'un trimestre sur l'autre.

■ Nette des amortissements, la collecte globale n'a atteint que 62 milliards de francs (- 56 %).

■ Au terme du premier semestre 1994, les règlements nets ont enregistré un excédent de 25 milliards de francs.

■ Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 3 800 milliards de francs à fin juin 1994.

■ Les émissions d'actions sont revenues de 74 à 61 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre.

## 1. Le marché primaire obligataire

L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

### 1.1. Les principaux flux d'émission

La faiblesse de l'activité que l'on observait à la fin du premier trimestre 1994 sur les marchés primaires obligataires s'est confirmée au cours de la période sous revue, caractérisée par l'attentisme des émetteurs (comme des investisseurs) face à la volatilité des marchés de taux.

Alors que le premier trimestre avait connu une forte reprise à partir du milieu du mois de janvier, contrariée peu après par les tensions apparues sur les marchés financiers européens<sup>1</sup>, la hausse des taux d'intérêt à long terme intervenue au cours du deuxième trimestre a sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières<sup>2</sup>.

Globalement, les émissions brutes réglées au cours du deuxième trimestre 1994 ont fortement fléchi, revenant de 189 à 133 milliards de francs d'un trimestre à l'autre. Près des deux tiers (65 %) de ces émissions ont été effectuées en francs sur le marché intérieur. Le solde a été constitué pour 34 % d'émissions en eurofrancs<sup>3</sup> et pour 1 % d'emprunts en euro-écus. *Nette des amortissements*, la collecte globale s'est élevée à 62 milliards de francs, en baisse de 79 milliards sur celle du trimestre précédent.

Au terme du premier semestre, les émissions brutes ont atteint 268 milliards de francs en 1994, contre 285 milliards en 1993. Net des amortissements, leur montant a atteint 153 milliards de francs, en recul de 21 milliards sur celui du premier semestre 1993.

<sup>1</sup> Dès le mois de février, les premières tensions sont apparues à la suite du relèvement des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis, puis de la temporisation du mouvement de baisse des taux en Europe.

<sup>2</sup> Les emprunteurs qui n'avaient pas de besoins urgents ont hésité à lever des fonds et les investisseurs redoutaient le risque de dépréciation rapide des titres achetés.

<sup>3</sup> Les non-résidents ont collecté près de 37 milliards de francs sur le compartiment international, contre 17 milliards le trimestre précédent. Quatre émetteurs souverains, la Province du Québec et le Royaume de Belgique (5 milliards de francs chacun) puis la République de Finlande et le Royaume d'Espagne (6 milliards chacun) ont levé presque 60 % de ces fonds.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
Ventilation par secteur émetteur								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
2 <sup>e</sup> trim. 1994	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993		2 <sup>e</sup> trim. 1994	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993
				<b>ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)</b>				
59,6	127,5	127,8	360,2	État	35,0	101,1	98,1	304,0
17,6	72,3	102,1	194,0	Établissements de crédit et assimilés	- 15,7	5,3	42,7	78,0
17,6	43,2	52,8	91,9	Sociétés non financières	8,8	24,2	33,8	55,2
1,0	24,4	2,7	9,0	Autres émetteurs résidents	- 0,1	22,3	- 0,1	4,4
<b>95,9</b>	<b>267,5</b>	<b>285,4</b>	<b>655,1</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>28,0</b>	<b>152,9</b>	<b>174,5</b>	<b>441,6</b>
87,0	217,1	232,7	526,6	dont émissions intérieures des résidents	27,8	116,8	128,1	328,3
9,0	50,5	52,7	128,5	dont émissions internationales des résidents	0,2	36,0	46,4	113,3
<b>37,2</b>	<b>54,6</b>	<b>43,3</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>33,6</b>	<b>49,3</b>	<b>38,3</b>	<b>70,5</b>
<b>133,1</b>	<b>322,1</b>	<b>328,7</b>	<b>734,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>61,6</b>	<b>202,1</b>	<b>212,8</b>	<b>512,1</b>
87,0	219,1	232,7	526,6	dont émissions intérieures	26,6	117,6	126,7	326,8
46,2	103,1	96,0	207,9	dont émissions internationales	35,0	84,5	86,1	185,2

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international. Ces émissions, cotées à la Bourse de Paris, ont généralement donné lieu à un visa de la COB.

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

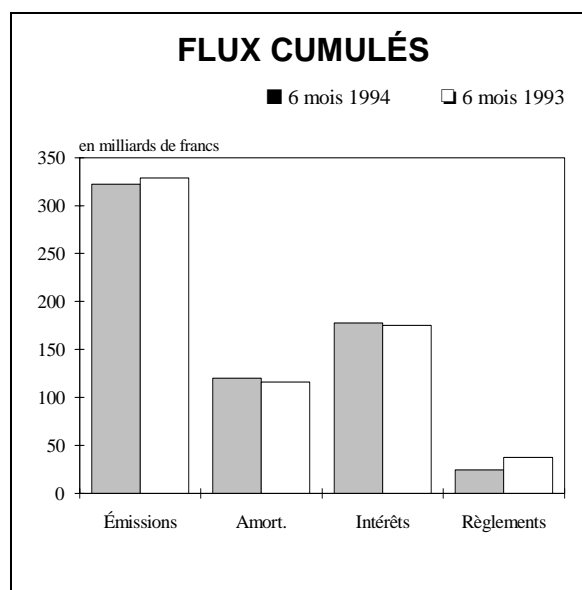
Mise à jour le 12 août 1994

### 1.2. Les règlements des souscripteurs au premier semestre

Au terme du premier semestre, *les règlements nets* — solde entre les émissions brutes d'une part, les intérêts et les amortissements d'autre part (relatif aux emprunts émis sur l'ensemble des marchés) — ont enregistré un excédent de 25 milliards de francs en 1994 (contre 38 milliards un an auparavant) qui résulte pour l'essentiel de l'émission réalisée par l'Unedic en début d'année.

PRINCIPAUX FLUX OBLIGATAIRES			
Ensemble des marchés (a)			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993
1. Émissions brutes.....	322,1	328,7	734,5
2. Amortissements .....	120,0	115,9	222,5
3. Intérêts .....	177,5	175,3	293,3
4. Règlements nets [1 - (2+3)]	24,7	37,5	218,8

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs en francs et en écus émis sur le marché intérieur et le marché international (cotés à la Bourse de Paris)



## 1.3. La structure des émissions

<b>OBLIGATIONS ÉMISES AU PREMIER SEMESTRE 1994 (a)</b>						
<i>(en milliards de francs)</i>						
	Encours	Durée de vie Moyenne	≤ 5 ans	5 < ans ≤ 10	10 < ans ≤ 15	> 15 ans
<b>TOTAL</b>						
ensemble des marchés .....	331,1	10,8	28,8	171,5	102,9	27,9
marché intérieur .....	227,1	12,0	7,0	103,4	88,9	27,9
<b>ÉTAT</b>						
marché intérieur .....	132,7	14,3	–	36,9	69,0	26,8
<b>ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS</b>						
ensemble des marchés .....	75,8	8,1	17,7	40,3	16,7	1,1
marché intérieur .....	37,6	9,2	6,3	21,5	8,7	1,1
<b>banques</b>						
ensemble des marchés .....	23,4	6,8	10,2	7,4	4,8	1,1
marché intérieur .....	10,3	8,9	1,5	7,4	0,3	1,1
<b>sociétés financières</b>						
ensemble des marchés .....	12,4	8,9	0,6	10,9	0,9	–
marché intérieur .....	6,8	9,9	–	5,9	0,9	–
<b>institutions financières spécialisées</b>						
ensemble des marchés .....	35,6	8,7	6,4	18,2	11,0	–
marché intérieur .....	17,5	9,2	4,2	5,8	7,5	–
<b>SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES</b>						
ensemble des marchés .....	43,3	9,7	1,2	27,9	14,2	–
marché intérieur .....	31,1	9,5	0,5	19,4	11,2	–
<b>GEN (y compris La Poste et France Télécom)</b>						
ensemble des marchés .....	14,0	12,4	–	1,0	13,0	–
marché intérieur .....	11,0	12,4	–	1,0	10,0	–
<b>NON-RÉSIDENTS</b>						
ensemble des marchés .....	54,8	8,2	9,7	42,1	3,0	–
marché intérieur .....	2,0	7,0	–	2,0	–	–

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis en francs et en écus sur les marchés intérieur et international (mais cotés à la Bourse de Paris). Les titres participatifs et les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont pondérés par une durée de vie de 20 ans pour le calcul de la durée de vie moyenne.

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

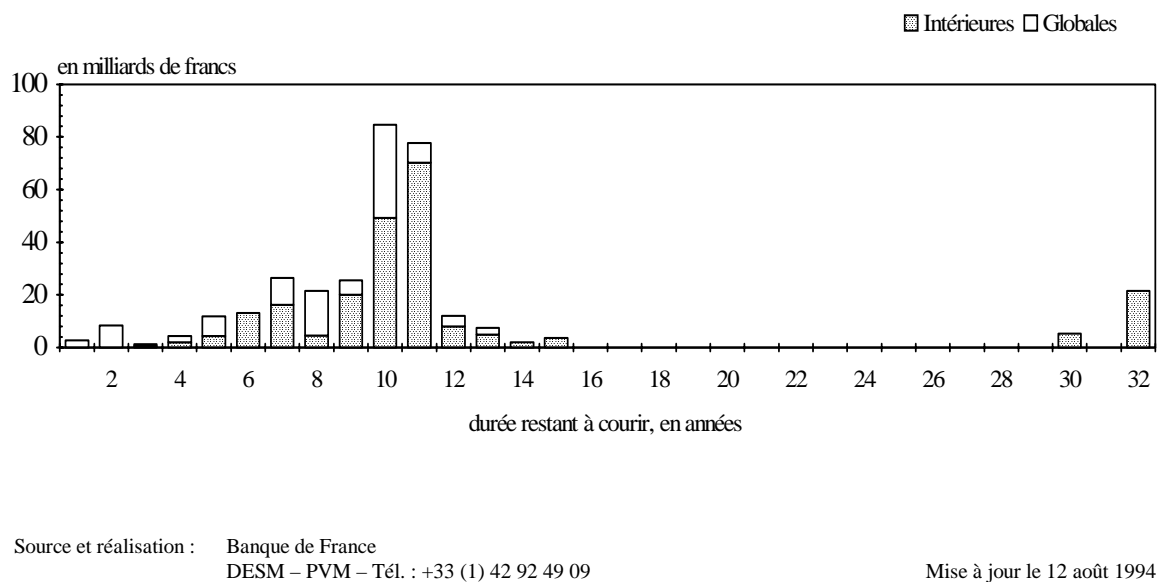
Mise à jour le 12 août 1994

La durée de vie moyenne des émissions en francs et en écus réglées au cours du deuxième trimestre 1994 sur l'ensemble des marchés intérieur et international (soit 138 milliards de francs en valeur nominale) est restée stable à hauteur de 11 ans environ contre un peu moins de 10 ans en 1993<sup>1</sup> et plus de 12 ans en 1992. *Au terme du premier semestre*, cette maturité moyenne atteint 12 ans pour les emprunts émis sur le marché intérieur (227 milliards de francs) en raison de l'incidence de la politique d'adjudication d'OAT suivie par le Trésor<sup>2</sup>. En revanche, elle ressort à 8 ans (contre près de 9 ans en 1993) pour les obligations réglées sur le marché international.

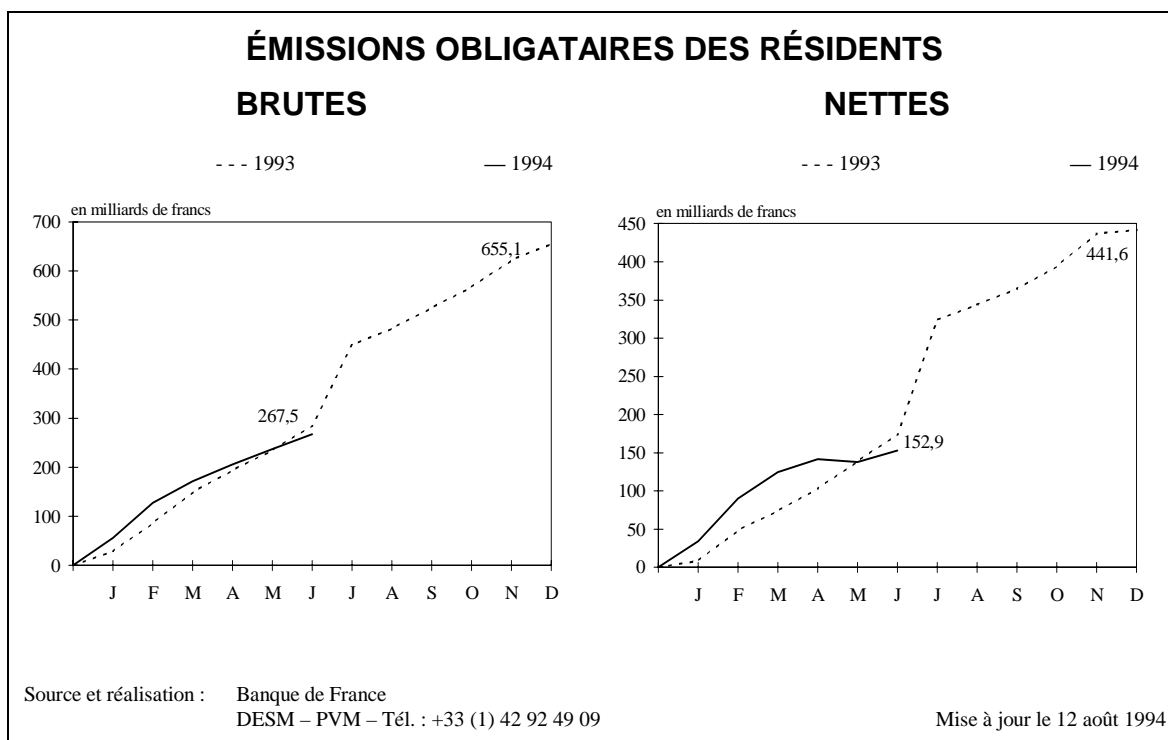
<sup>1</sup> Le grand emprunt d'État (GEE) réglé en juillet 1993 (110 milliards de francs à 4 ans) a réduit de 12 mois la durée de vie moyenne des émissions de 1993. En effet, si l'on exclut cet emprunt exceptionnel, la maturité moyenne s'établit alors à 10 ans et 10 mois, durée comparable à celle des emprunts émis en 1994.

<sup>2</sup> La durée de vie moyenne des OAT émises au premier semestre 1994 ressort à plus de 14 ans, contre un peu plus de 13 ans en 1993 et près de 18 ans en 1992. Près de 80 % des montants adjugés ont concerné des OAT « notionnelles » (échéance 2002 ou 2004) et 20 % des lignes à 30 ans environ.

## ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS AU PREMIER SEMESTRE 1994



## 1.4. L'activité des émetteurs résidents

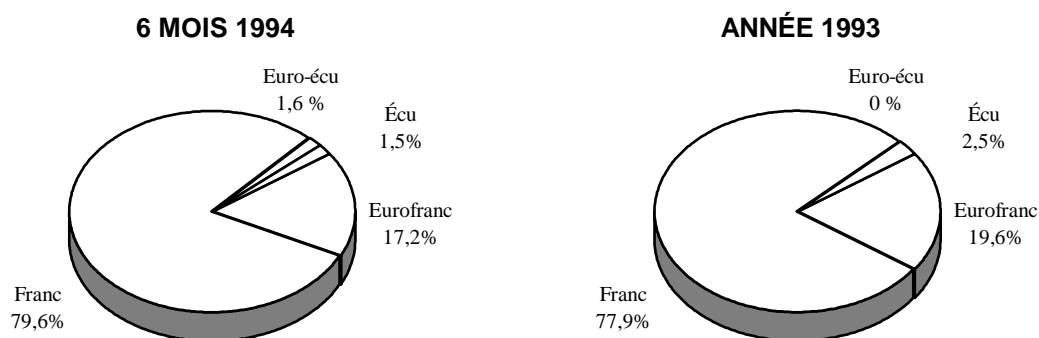


Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est revenue de 172 à 96 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre. Du fait de la progression du montant des remboursements d'emprunts (de 47 à 68 milliards de francs), la collecte nette n'a atteint que 28 milliards de francs au deuxième trimestre 1994 (125 milliards le trimestre précédent).

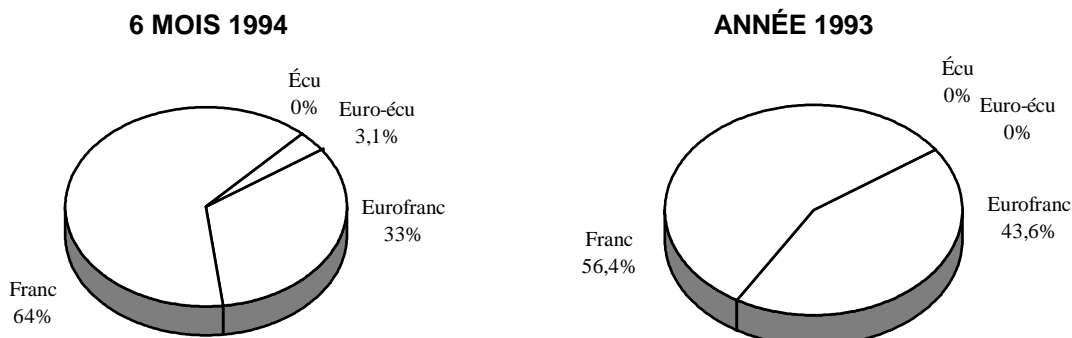
Au terme du premier semestre, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents a fléchi pour revenir d'une année sur l'autre de 285 à 267 milliards de francs, malgré l'emprunt exceptionnel de 22 milliards de francs émis par l'Unedic. Nette des amortissements, elle s'est établie à 153 milliards de francs en 1994, contre 175 milliards un an auparavant.

Globalement, les résidents ont, comme en 1993, maintenu (en proportion) leur appel au compartiment international à hauteur de 20 % environ du montant de leurs emprunts. Ils ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 3,1 % du total des émissions sur ces marchés à fin juin 1994, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Ces évolutions doivent être toutefois nuancées en raison du poids du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) dans la collecte des résidents en 1993. En effet, près des deux tiers (64 %) des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État, concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de l'année 1993.

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



### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)



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

Mise à jour le 12 août 1994

*1.5. Les principales catégories d'émetteurs résidents*

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>								
<b>Ventilation par marché</b>								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
2 <sup>e</sup> trim. 1994	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993		4 <sup>e</sup> trim. 1993	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
59,6	127,5	127,8	360,2	État	35,0	101,1	98,1	304,0
11,4	34,7	72,0	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 13,5	- 20,3	18,6	12,5
14,9	31,2	31,0	48,2	Sociétés non financières	6,1	14,1	12,4	12,3
1,0	23,6	1,9	4,1	Autres émetteurs résidents	0,2	21,8	- 0,9	- 0,5
<b>87,0</b>	<b>217,1</b>	<b>232,7</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>27,8</b>	<b>116,8</b>	<b>128,1</b>	<b>328,3</b>
-	<b>2,0</b>	-	-	<b>Non-résidents</b>	<b>- 1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>- 1,4</b>	<b>- 1,5</b>
<b>87,0</b>	<b>219,1</b>	<b>232,7</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>26,6</b>	<b>117,6</b>	<b>126,7</b>	<b>326,8</b>
-	4,0	4,6	16,4	dont émissions en écus (b)	- 1,0	3,0	4,6	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
6,2	37,6	30,2	79,9	Établissements de crédit et assimilés	- 2,2	25,6	24,2	65,5
2,7	12,0	21,8	43,7	Sociétés non financières	2,7	10,0	21,4	42,9
-	0,8	0,8	4,9	Autres émetteurs résidents	- 0,3	0,5	0,8	4,9
<b>9,0</b>	<b>50,5</b>	<b>52,7</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>0,2</b>	<b>36,0</b>	<b>46,4</b>	<b>113,3</b>
<b>37,2</b>	<b>52,6</b>	<b>43,3</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>34,8</b>	<b>48,5</b>	<b>39,7</b>	<b>72,0</b>
<b>46,2</b>	<b>103,1</b>	<b>96,0</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>35,0</b>	<b>84,5</b>	<b>86,1</b>	<b>185,2</b>
1,7	5,0	-	-	dont émissions en écus	- 1,5	0,9	- 1,5	- 2,5
1,0	4,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	- 1,5	1,4	- 1,5	- 2,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)								
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.								
Source et réalisation : Banque de France DESM - PVM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				Mise à jour le 12 août 1994				

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État sont revenues de 68 à 60 milliards de francs.

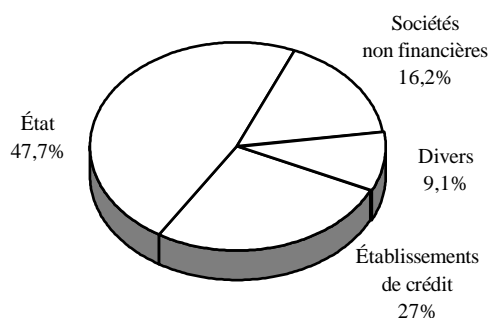
La totalité des fonds a été levée en francs sur cinq lignes d'OAT, respectivement à 8 ans (4,8 milliards sur la ligne 8,50 % novembre 2002), à 10 ans (5,1 milliards sur la ligne 8,25 % février 2004, 27 milliards sur la ligne 5,50 % avril 2004 créée en novembre 1993, puis 17,9 milliards sur une nouvelle ligne 6,75 % octobre 2004 créée en juin 1994) et à 30 ans (8,8 milliards sur la ligne 6 % octobre 2025 créée en février 1994). Le montant nominal des soumissions retenues lors des séances d'adjudication s'est élevé à 58,1 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 5,6 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement (lors des adjudications) de l'OAT à 10 ans s'est progressivement tendu pour atteindre 7,44 % en juin, affichant alors une hausse voisine de 100 points de base par rapport à l'adjudication du mois de mars 1994.



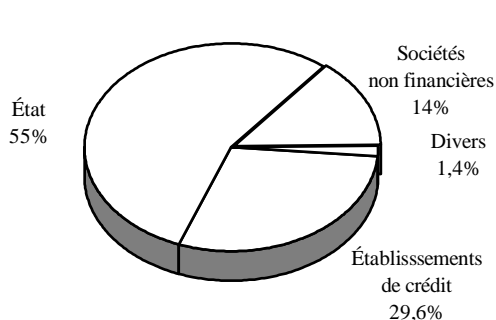
Les remboursements d'emprunts effectués au deuxième trimestre 1994 ayant atteint 25 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 35 milliards (contre 66 milliards le trimestre précédent).

### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

6 MOIS 1994

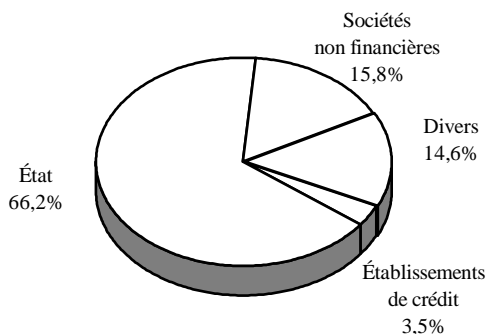


ANNÉE 1993

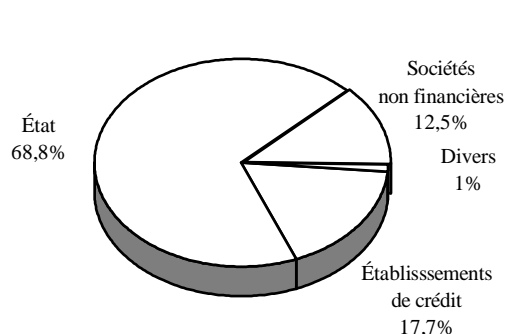


### ÉMISSIONS NETTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

6 MOIS 1994



ANNÉE 1993

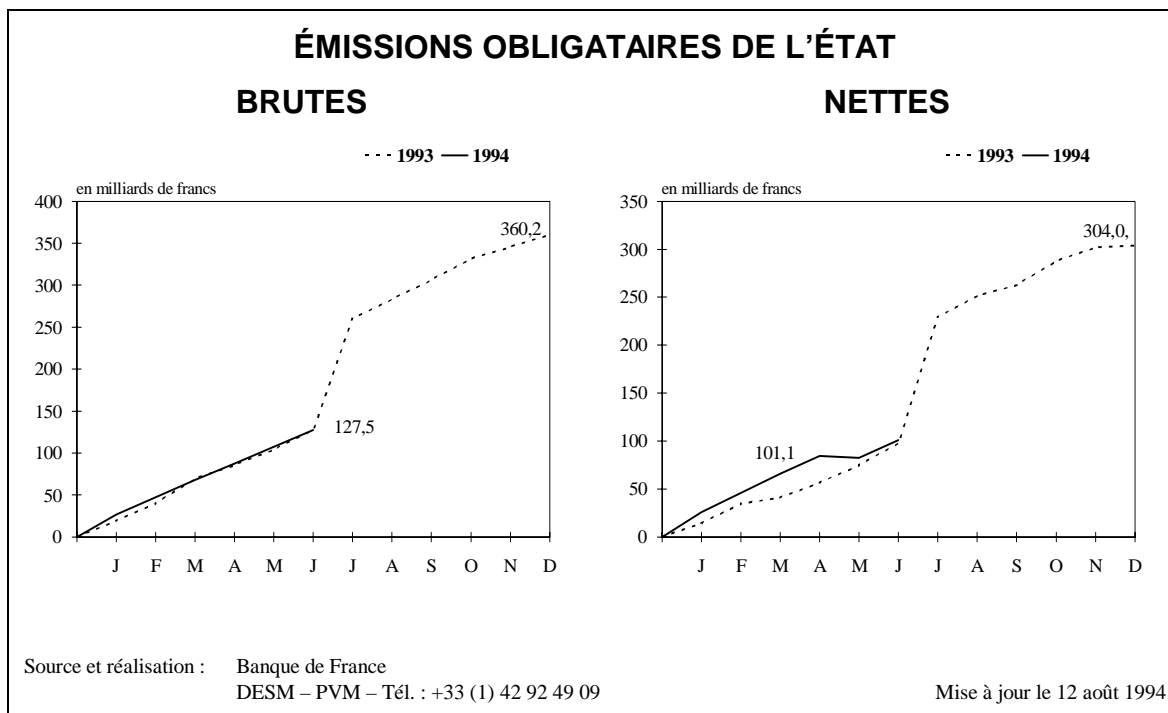


Source et réalisation : Banque de France  
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 12 août 1994

Au terme des six premiers mois, la collecte brute de l'État (128 milliards de francs) est restée stable d'une année sur l'autre. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 101 milliards de francs en 1994, en progression de 3 milliards d'une période à l'autre.

Si la part de l'État reste prépondérante sur le marché intérieur (avec près de 87 % des émissions nettes des résidents), elle représente également, à fin juin 1994, les deux tiers environ de la collecte nette globale en francs ou en écus des résidents (contre 69 % en 1993 et 44 % seulement en 1992).



La collecte brute des *autres émetteurs résidents* a diminué de 68 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 36 milliards environ (dont 9 milliards seulement émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 18 milliards de francs (soit la moitié de ces fonds) dont 5 milliards en eurofrancs et 1 milliard en euro-écus. Les *banques* ont levé 3 milliards de francs (18 milliards le trimestre précédent). Les *sociétés financières* ont recueilli 4 milliards de francs (9 milliards le trimestre précédent) dont 2 milliards en eurofrancs. Les *institutions financières spécialisées* ont collecté 9 milliards de francs (26 milliards auparavant) dont 2 milliards seulement sur le compartiment international (1 milliard en eurofrancs et 1 milliard en euro-écus). Les *caisses d'épargne* ont à nouveau levé 2 milliards de francs, en totalité sur le marché intérieur et les *institutions financières diverses* n'ont pas émis au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit est devenue négative à hauteur de 15 milliards de francs (en baisse de 36 milliards d'un trimestre sur l'autre).

Au terme du premier semestre, la collecte brute des établissements de crédit a atteint 72 milliards de francs en 1994<sup>1</sup>, contre 102 milliards un an plus tôt. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 5 milliards de francs seulement en 1994, en retrait de 38 milliards d'une période à l'autre.

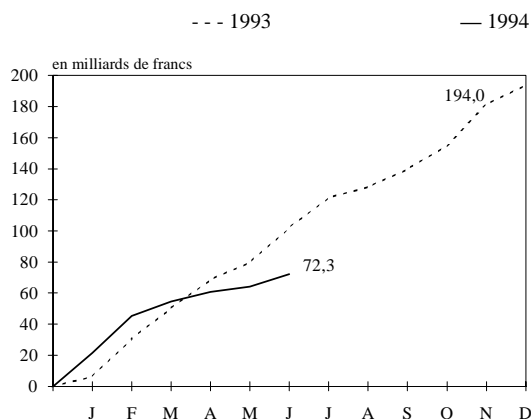
La part des établissements de crédit dans la collecte brute des résidents est passée de 30 % en 1993 à moins de 27 % en 1994. Compte tenu du montant important des amortissements réglés au cours du semestre (68 milliards de francs, contre 116 milliards pour l'ensemble de l'année 1993) et du recul sensible du coefficient de couverture des remboursements de ce secteur par de nouvelles émissions (ce coefficient a régressé de 1,7 pour l'année 1993 à 1,1 en 1994), leur part dans la collecte nette des remboursements a baissé plus fortement encore, passant de 18 % à moins de 4 % d'une période à l'autre. Cependant, la situation des banques diffère de celle des institutions financières spécialisées. Les banques n'ont pas sollicité le marché à hauteur du montant de leurs amortissements. Elles enregistrent

<sup>1</sup> Les institutions financières spécialisées, les banques et les sociétés financières ont effectué respectivement 49 %, 28 % et 17 % de ces émissions. Un peu plus de la moitié (38 milliards de francs) a été levée sur le marché international.

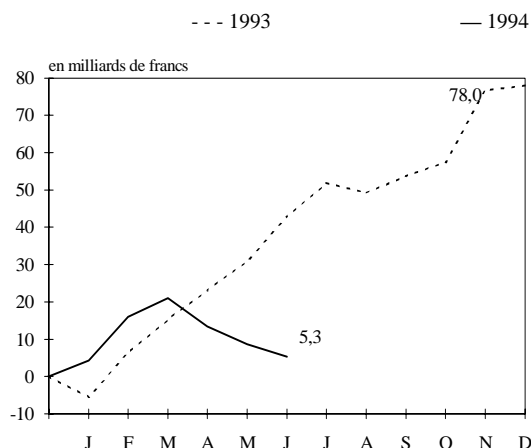
donc une collecte nette fortement négative (- 9 milliards) et affichent un coefficient de couverture inférieur à 1 (0,7, contre 1,1 en 1993). Leur présence toujours active sur le marché de l'eurofranc (13 milliards de francs collectés à fin juin 1994, après 23 milliards en 1993) n'a pas compensé la contraction très sensible de leurs émissions sur le marché intérieur. Les institutions financières spécialisées ont, au contraire, beaucoup moins sollicité le compartiment de l'eurofranc en 1994 et enregistrent une collecte nette globale positive (4 milliards) bien que légèrement déficitaire sur le marché intérieur.

## ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

### BRUTES

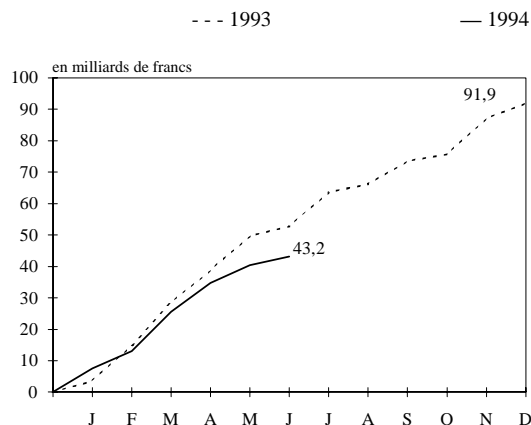


### NETTES

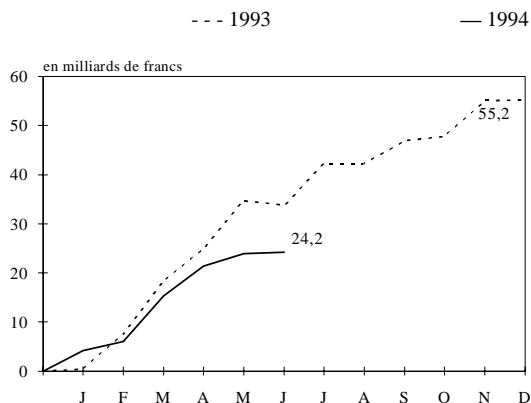


## ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

### BRUTES



### NETTES



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

Mise à jour le 12 août 1994

Les sociétés non financières ont réduit, d'un trimestre sur l'autre, de 26 à moins de 18 milliards de francs (dont 3 milliards en eurofrancs) leur appel au marché. Les grandes entreprises nationales ont collecté 8 milliards de francs (6 milliards le trimestre précédent) en quasi-totalité sur le compartiment intérieur. Les autres sociétés non financières ont levé un peu plus de 9 milliards de francs (après 20 milliards au premier trimestre) essentiellement sur le marché intérieur avec notamment deux émissions importantes effectuées sous la forme d'emprunts convertibles en actions. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont atteint 9 milliards de francs, en recul de 6 milliards d'un trimestre sur l'autre.

Au terme du premier semestre, la collecte brute des sociétés non financières a atteint 43 milliards de francs en 1994<sup>1</sup>, contre 53 milliards un an plus tôt. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 24 milliards de francs, en baisse de 10 milliards d'une période à l'autre. Leur part dans la collecte brute des résidents a toutefois progressé, passant de 14 % en 1993 à plus de 16 % à fin juin 1994. Le maintien, d'une période à l'autre, du coefficient de couverture de leurs remboursements à un niveau élevé (2,3) a permis de porter de 12 % à près de 16 % leur part dans la collecte nette.

### **1.6. Les principaux événements intervenus au cours du deuxième trimestre 1994**

Parmi les événements qui se sont succédés au cours de cette période, on retiendra plus spécialement les faits suivants.

Début avril, la COB a allégé sa procédure de visa sur le marché obligataire afin de faire bénéficier l'ensemble des émetteurs de l'assouplissement introduit à l'occasion de l'émission des emprunts de l'Unedic. Ainsi, les intermédiaires financiers pourront dorénavant, lors d'une émission obligataire, solliciter les investisseurs institutionnels sur la base d'un écart de taux de rendement (« spread ») ou d'une fourchette d'écarts par rapport à des OAT de référence, préalablement à la fixation des conditions financières définitives.

La révision du cahier des charges des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), déjà modifié en 1990, s'est achevée en avril après plusieurs mois de concertation entre les parties intéressées. Les principaux aménagements concernent l'accroissement des fonds propres des SVT (le minimum requis passant de 150 à 300 millions de francs à partir de 1995), l'extension de leurs obligations aux valeurs du Trésor en écus<sup>2</sup> dans le cadre de la nouvelle politique d'adjudication bimestrielle de ces valeurs ainsi que l'obligation faite à ces derniers d'établir réellement leur activité à Paris. L'évaluation des performances des SVT sera calculée sur la base d'une année glissante (au lieu de l'année civile) afin d'assurer une plus grande régularité de leur activité. De même, les règles de soumission ont été modifiées pour les deux premières adjudications concernant une nouvelle ligne afin de les adapter à l'accroissement des besoins du Trésor tout en évitant les risques d'éviction sur les lignes nouvelles<sup>3</sup>. Par ailleurs, un « code de bonne conduite » a été annexé au cahier des charges afin de le compléter par des mesures annexes plus facilement amendables (heures d'ouverture du marché, règles de cotation, volume d'activité nécessaire à la liquidité du marché...). Enfin, le statut de spécialiste en pensions sur valeurs du Trésor (SPVT), destiné à développer le marché des pensions livrées sur titres d'État, a été défini. Il devrait permettre la création d'un marché transparent ainsi que l'amélioration du refinancement des intervenants sur le marché des valeurs du Trésor.

<sup>1</sup> Les grandes entreprises nationales (GEN) n'ont effectué que 32 % de ces émissions, contre les deux tiers en 1993.

<sup>2</sup> Les minima de participation aux adjudications (et au marché secondaire), qui ont été maintenus à 3 % du total pour les titres libellés en francs seront limités à 2 % dans le cas des valeurs en écus.

<sup>3</sup> La limitation de volume par prix demandé passe de 1 à 2 milliards de francs pour les OAT et de 1,5 à 2 milliards de francs pour les bons du Trésor. Par ailleurs, un SVT qui demanderait plus de 40 % du volume d'une adjudication devra communiquer au Trésor la liste de ses principaux clients.

En mai, la direction du Trésor a annoncé une révision en baisse du programme indicatif de financement de l'État pour l'année 1994. Le montant global d'émission pourrait être réduit de 20 milliards de francs et ramené ainsi à 500 milliards, dont 255 milliards d'OAT.

Dans le cadre des opérations de gestion active de la dette publique, le Trésor a lancé du 27 avril au 3 mai, une offre publique d'échange sur trois lignes « anciennes » d'OAT en écus<sup>1</sup> représentant un encours de plus de 7 milliards d'écus (environ 47 milliards de francs). Cette offre proposait d'échanger (avec versement d'une soulte) les obligations anciennes contre de nouvelles OAT 6,75 % avril 2002 en écus, dans la limite de 1,7 milliard d'écus pour les porteurs ordinaires. Avec 1,8 milliard d'écus apporté à l'échange, l'objectif de cette opération a donc été légèrement dépassé.

Après avoir permis en début d'année le démembrement de quatre lignes d'OAT en écus, la direction du Trésor a autorisé, à compter du 26 avril 1994, celui des OAT 5,50 % avril 2004 et 6 % octobre 2025 puis, à compter du 26 mai 1994, celui de l'OAT 6,75 % avril 2002 issue de l'offre publique d'échange d'OAT en écus.

À l'occasion de la privatisation de la société centrale Union des assurances de Paris (UAP)<sup>2</sup>, un peu plus de 15,5 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997, soit 1,6 milliard de francs environ, ont été annulés en mai dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public<sup>3</sup>. L'encours nominal des titres restant en circulation après cette offre publique de vente s'élève à 103,4 milliards de francs.

En vue de faciliter l'accès des émetteurs au marché intérieur<sup>4</sup>, une réforme de l'organisation du calendrier (présentée en mai dernier par la direction du Trésor au Comité des émissions) est entrée en application le 4 juillet 1994. L'accès au marché obligataire reste régulé par la direction du Trésor en concertation avec les autres membres du Comité des émissions. Ce dernier veille en particulier à ce que l'accès au marché soit facilité aux grands emprunteurs récurrents et gère les priorités au niveau global. Dans la pratique, l'accès au marché intérieur est libre pour les émetteurs français et pour ceux ressortissants d'un des États membres de l'OCDE. Les émetteurs désireux de lancer un emprunt sur le marché intérieur doivent toutefois obtenir l'accord du Trésor au plus tard avant midi la veille du jour prévu pour cette opération. Cependant, pour les émetteurs les plus réguliers, un droit de priorité est institué le lundi et le mardi de chaque semaine, à charge pour le Trésor de veiller à ce qu'il n'y ait pas plus de deux émetteurs disposant de ce droit au cours de la même semaine. Par ailleurs, le Trésor doit faire en sorte qu'aucune opération autorisée ne porte préjudice aux opérations prioritaires. Pour bénéficier de ce droit, les émetteurs devront établir avec le Trésor, durant la première semaine de décembre, leurs besoins prévisionnels d'emprunts pour l'année à venir<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Cette offre, valable jusqu'au 3 mai pour les porteurs ordinaires (personnes physiques présentant plus de 20 titres par emprunt et personnes morales) et jusqu'au 10 mai pour les personnes physiques présentant de petits ordres, concernait les OAT 9,50 % avril 2000, 10 % février 2001 ainsi que l'OAT mars 2002.

<sup>2</sup> L'offre publique de vente a porté finalement sur 54,4 millions d'actions (au prix unitaire de FRF 152) pour un montant de 8,3 milliards de francs.

<sup>3</sup> Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

<sup>4</sup> Sur le marché intérieur, une inscription au calendrier devait être demandée au Comité des émissions trois semaines au moins avant le lancement d'un emprunt sur le « grand marché » (émission supérieure à 1 milliard de francs, toutes tranches confondues inscrites à un même Balot). Sur le « petit marché » (émission inférieure à 1 milliard de francs dans la limite de 2 milliards par émetteur et par année civile), les opérations étaient libres. Toutefois, il était demandé aux émetteurs ou à leurs chefs de file d'informer le Comité au plus tard la veille de l'opération envisagée.

<sup>5</sup> Le calendrier d'émission ainsi défini sera révisable trimestriellement, mais si l'émetteur annule son opération moins de deux semaines avant la date d'émission programmée, il perdra son droit de priorité pendant deux mois.

## 1.7. Les encours à fin juin 1994

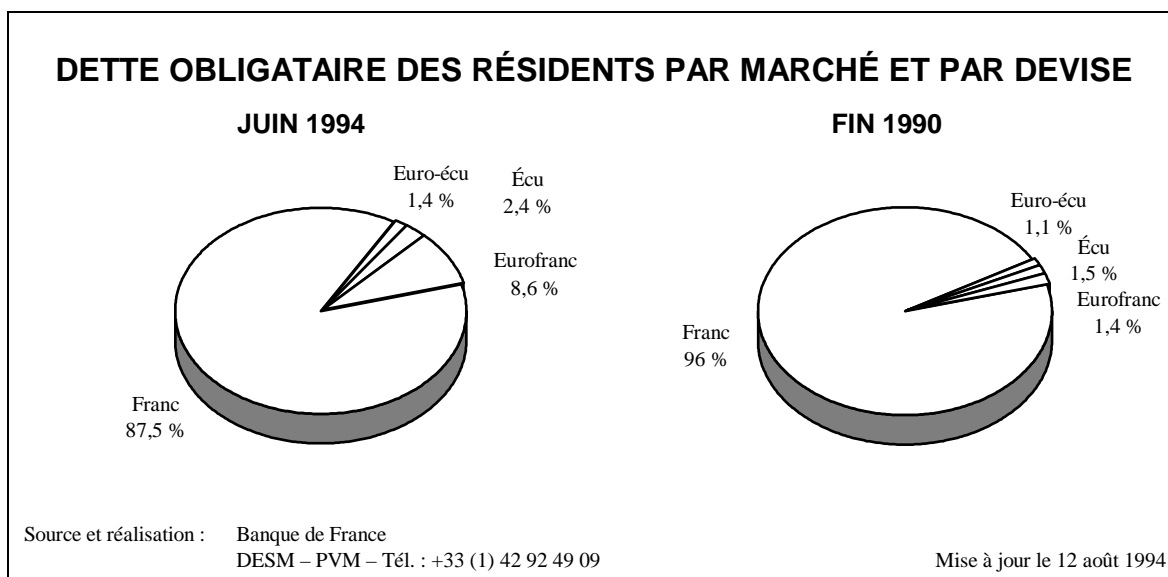
<b>DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>					
<i>(en valeur nominale et en milliards de francs)</i>					
	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993	Juin 1994
<b>DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR</b>					
– par les résidents.....	2 511	2 699	2 894	3 220	3 331
– par les non-résidents.....	28	31	31	30	31
<b>DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR</b>					
– par les résidents.....	38	53	69	84	93
– par les non-résidents.....	1	1	1	1	1
<b>DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL</b>					
– par les résidents.....	38	96	171	291	327
– par les non-résidents.....	39	70	111	186	235
<b>DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL</b>					
– par les résidents.....	28	44	55	53	54
– par les non-résidents.....	13	12	12	12	12
<b>TOTAL.....</b>	<b>2 697</b>	<b>3 008</b>	<b>3 346</b>	<b>3 877</b>	<b>4 084</b>
dont dette émise par les résidents .....	2 616	2 893	3 190	3 648	3 805
dont dette émise par les non-résidents .....	81	115	156	230	279

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris. Contrevalleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date.  
nd : non déterminé

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

Mise à jour le 12 août 1994

Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait environ 3 800 milliards de francs à fin juin 1994, contre un peu plus de 2 600 milliards à fin 1990. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de moins de 3 % à 10 %) ainsi que le faible accroissement relatif de la dette libellée en écus qui représentait moins de 4 % de l'encours global à fin juin 1994, contre 2,6 % auparavant.



## 2. Le marché des actions

D'un trimestre sur l'autre, les émissions d'actions sont revenues de 74 à 61 milliards de francs. Toutefois, le montant des émissions réalisées avec appel public à l'épargne a fortement progressé, passant de 16 à 27 milliards de francs. Ce bon comportement, en dépit d'un marché boursier déprimé, s'explique essentiellement par deux émissions (Eurodisney et Eurotunnel) dont le montant global représentait plus de la moitié des émissions de titres cotés du deuxième trimestre 1994. Totalisant 134 milliards de francs au cours du premier semestre, les émissions d'actions et titres assimilés ont progressé de 23 % par rapport à la période correspondante de 1993.

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	1 <sup>er</sup> trim. 1994	2 <sup>e</sup> trim. 1994	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT) .....	–	–	–	0,1	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS .....	10,2	4,7	14,9	8,2	29,8
dont banques .....	4,6	4,1	8,7	5,7	21,7
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ...	60,7	52,7	113,4	97,1	205,6
– GEN (y compris PTT) .....	–	–	–	–	–
– autres sociétés .....	60,7	52,7	113,4	97,1	205,6
COMPAGNIES D' ASSURANCE .....	2,7	3,4	6,1	3,7	4,8
NON-RÉSIDENTS .....	–	–	–	–	–
<b>TOTAL ÉMIS (a) .....</b>	<b>73,6</b>	<b>60,8</b>	<b>134,4</b>	<b>109,1</b>	<b>240,3</b>
dont émissions de titres cotés (b) .....	15,9	25,9	41,9	10,8	66,2
dont émissions avec appel public à l'épargne (c) .....	15,7	27,0	42,6	11,3	67,0

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société-mère et sa filiale  
 (b) Cote officielle et second marché  
 (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB.

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

Mise à jour le 12 août 1994

