

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 13**

**JANVIER 1995**

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

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

Le redressement de la conjoncture se confirme en Europe continentale, tandis que l'activité semble se modérer au Royaume-Uni. Aux États-Unis, l'expansion reste soutenue, alors qu'au Japon le redémarrage demeure très lent.

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

Le dollar, initialement bien orienté, s'est brusquement affaibli durant les derniers jours du mois sous l'effet des répercussions de la crise du peso mexicain, clôturant en retrait de 2 % sur son niveau de début de période contre deutschemark et en deçà de la barre des 100 yens au-dessus de laquelle il s'était maintenu durant la majeure partie du mois. Le dollar canadien s'est établi à son plus bas niveau depuis huit ans vis-à-vis du dollar américain, du fait d'inquiétudes liées à la politique fiscale du pays. Le peso mexicain s'est, pour la première fois depuis 1987, vivement déprécié contre la monnaie américaine. La livre sterling, soutenue en début de période par le relèvement du taux d'intervention de la Banque d'Angleterre et les déclarations gouvernementales en faveur d'un assainissement des finances publiques, s'est ensuite inscrite en baisse. À la faveur des relèvements des taux d'appels d'offres en Suède et en Finlande, la couronne suédoise s'est stabilisée contre deutschemark et le mark finlandais s'est raffermi. La lire a poursuivi son glissement, avant de regagner partiellement du terrain au cours de la dernière semaine.

Au sein du SME, le deutschemark a progressé contre la plupart des devises, à l'exception du franc belge et du florin. La peseta, fragilisée par des problèmes politiques particuliers à l'Espagne, s'est dépréciée de 2,25 % d'une fin de mois à l'autre. Le franc français, légèrement en repli au cours des trois premières semaines, a bénéficié en fin de période de la publication de statistiques économiques favorables.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en décembre*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a poursuivi sa progression, d'une manière, toutefois, plus heurtée que précédemment. Le taux d'utilisation des capacités de production a continué de se redresser. La demande globale s'est renforcée, essentiellement soutenue par la bonne orientation de la demande interindustrielle, sur le marché intérieur comme à l'exportation. Les carnets de commandes demeurent à un niveau satisfaisant. Les stocks apparaissent juste adaptés au rythme de l'activité, sauf dans les biens intermédiaires et l'automobile où ils sont jugés insuffisants. En dépit de la poursuite du renchérissement des produits de base, les prix sont demeurés généralement stables ; de nouveaux relèvements de tarifs sont intervenus dans certaines branches des biens intermédiaires. Imposée par l'intensité de la concurrence, cette attitude tarifaire conduit à un aménagement croissant des marges, ce qui explique que les chefs d'entreprise sont toujours plus nombreux à envisager des hausses de tarifs pour 1995.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser, à un rythme cependant moins soutenu. Le comportement des industriels en matière d'investissement n'a guère varié. Le nombre de projets retenus augmente, quoique modestement, compte tenu de l'importance du taux d'utilisation des capacités de production ; ils visent principalement à accroître la productivité des entreprises ou à satisfaire de nouvelles normes réglementaires, en matière d'environnement notamment, mais des programmes d'extension de capacités sont de plus en plus fréquemment annoncés.

Dans le BTP, l'activité s'est stabilisée au cours du dernier trimestre 1994.

L'activité commerciale, qui s'était redressée en novembre, s'est maintenue à un niveau inchangé en décembre.

Les effectifs n'ont pas varié dans le bâtiment, le commerce, les services marchands et dans l'industrie, à l'exception des biens intermédiaires et de l'automobile, où ils se sont effrités. La plupart des industriels jugent leurs effectifs bien adaptés à leur activité. La flexibilité de la main-d'œuvre est toujours recherchée. Un nombre grandissant d'entrepreneurs envisagent des transformations d'emplois précaires en emplois permanents. Le recours au chômage partiel a presque partout disparu.

### ***La balance des paiements en octobre***

Le *solde commercial* (FAB-FAB), en données cvs, constitue la meilleure performance depuis le début de l'année (+ 11,3 milliards de francs, après + 9,1 milliards en septembre) et porte l'excédent cumulé sur dix mois à 68,9 milliards de francs, contre 68,0 milliards pour la période correspondante de 1993. En données brutes, le résultat record de décembre 1993 est dépassé (+ 14,3 milliards de francs, contre + 13,5 milliards) et le solde cumulé depuis janvier excède également celui de l'année précédente (+ 70,0 milliards de francs, au lieu de + 68,6 milliards), malgré la reprise un peu plus marquée des importations (+ 9,0 %) que des exportations (+ 8,5 %).

Le solde des *transactions courantes*, en données cvs, s'inscrit en retrait par rapport à celui du mois de septembre (+ 3,1 milliards de francs, au lieu de + 7,7 milliards) et à la moyenne mensuelle depuis janvier (4,7 milliards de francs), sous l'effet d'une contraction de l'excédent des services et du déficit accru des revenus de facteurs. En données brutes, le solde positif revient à 5,1 milliards de francs, soit le solde moyen depuis le début de l'année, contre 11 milliards de francs en septembre. L'excédent cumulé des dix premiers mois (46,7 milliards) s'inscrit à un niveau supérieur à celui réalisé au cours de la même période de 1993 (43,5 milliards).

Les *mouvements de capitaux* à long terme ont de nouveau suscité des sorties nettes, à hauteur de 14,3 milliards de francs ; le montant total des sorties pour les dix premiers mois de l'année s'établit à 238,1 milliards, contre - 18,1 milliards au cours de la même période de 1993. Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées de 26,7 milliards de francs, portant à 229,5 milliards le solde créditeur depuis le début de l'année (avoirs nets du secteur officiel inclus).

### ***Les marchés de capitaux en décembre***

De fortes tensions ont été constatées sur les marchés monétaires des principaux pays. Les taux à long terme ont connu une hausse sensible en Europe.

Les taux courts interbancaires se sont nettement redressés, tant aux États-Unis qu'en Europe, principalement en raison de l'attente d'un resserrement général des politiques monétaires en 1995. Ce mouvement a pu être amplifié dans certains pays par des tensions liées au passage de fin d'année.

En France, dans un contexte de stabilité des taux à très court terme, la hausse des rendements a été croissante avec les échéances.

Sur les marchés obligataires, la tendance a été inverse de celle du mois précédent, la dégradation générale observée en Europe contrastant avec un mouvement de consolidation aux États-Unis. Compte tenu de la vigueur générale de la reprise économique, les opérateurs paraissent avoir mieux pris en compte les perspectives d'un durcissement des politiques monétaires. Au demeurant, en Europe, les différents marchés ont été inégalement atteints et, dans l'ensemble, ceux dont la devise faisait preuve d'une plus grande stabilité ont mieux résisté.

D'une manière générale, on note un aplatissement des courbes de rendement, avec une hausse nettement plus prononcée pour les échéances moyennes (2 ans et 5 ans) que pour celles à long terme.

Le taux des emprunts du gisement est remonté de 7,84 %, le 29 novembre, à 8,25 %, le 30 décembre, dans des marchés qui sont restés relativement peu actifs à l'approche de la fin de l'année. L'écart OAT-Bund à 10 ans est passé de 50 centimes à 67 centimes, d'une fin de mois à l'autre.

Les encours de titres de créances négociables ont suivi des évolutions différencierées selon les instruments. À la stabilité de l'encours des bons des institutions et des sociétés financières et à la faible progression des bons à moyen terme négociables, a fait pendant un net repli de l'encours des billets de trésorerie et des certificats de dépôt, en partie lié aux opérations d'ajustement de bilan de fin d'année. Au total, l'encours global accuse aussi une baisse sensible.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité, qui avait connu une reprise régulière depuis le mois de septembre, a sensiblement diminué en décembre, notamment sur le marché de l'eurofranc.

La Bourse de Paris a été globalement orientée à la baisse. Au total, sur l'ensemble de l'année, parmi les indices des principales bourses mondiales qui, à l'exception du Nikkei, ont nettement fléchi, l'indice CAC 40 est celui qui enregistre le plus fort recul.

## Les agrégats monétaires

En novembre, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,2 %, après s'être accru de 1,2 % le mois précédent. Bien que M1 se soit replié de 1,1 % (après + 1 % en octobre) en raison d'une baisse des dépôts à vue, dont les variations au mois le mois sont assez irrégulières, M2 n'a cédé que 0,1 %, du fait de la poursuite de la progression des comptes sur livrets et des Codevi.

Sur un an, le redressement de l'évolution des agrégats est confirmé. Celle des *agrégats étroits*, dont la reprise s'est amorcée dès la fin de 1993, s'établit, entre moyennes trimestrielles centrées, à + 2,9 % pour M1 et + 4,9 % pour M2. L'agrégat M3, dont le recul s'est progressivement estompé au cours de l'année, présente, pour le deuxième mois consécutif, une évolution positive en glissement sur douze mois (+ 0,7 % à fin novembre, après + 0,4 % à fin octobre). Évaluée entre moyennes trimestrielles centrées, méthode qui amoindrit l'effet immédiat des retournements, la variation cesse d'être négative pour la première fois depuis août 1993. Le redressement de M3 tend à s'accélérer, la variation en taux annualisé étant de 4,2 % pour les six 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) demeure soutenue (+ 15,3 % sur un an, entre moyennes trimestrielles centrées à fin novembre). La croissance des plans d'épargne-logement s'élève à 18,9 % et celle des plans d'épargne populaire à 17,1 %.

À fin septembre, l'*endettement intérieur total* était en progression de 3,1 % sur un an (après + 2,9 % à fin août), l'*encours des crédits à l'économie* marquant, pour sa part, un léger accroissement sur le mois tout en s'établissant, sur un an, en repli de 0,9 % (après - 1,1 % à fin août).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

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

##### ***La lutte contre la corruption***

- 2 décembre** Le groupe des trois sages (Simone Rozès, André Bergeron et François Ceyrac), chargé par le Premier ministre d'étudier les moyens de mieux combattre la corruption, rend publiques ses conclusions sous la forme de 27 propositions.
- 23 décembre** Le Parlement adopte définitivement les propositions de loi destinées à lutter contre la corruption et à rendre la vie publique plus transparente. Les dispositions retenues interdisent notamment tout financement des partis politiques et des campagnes électorales par les entreprises.

##### ***Les chantiers navals***

- 6 décembre** La France se rallie à l'accord OCDE sur la suppression des aides directes aux chantiers en échange d'un délai de trois ans.

##### ***La protection sociale***

- 7 décembre** Publication du « Livre blanc sur le système de santé et d'assurance maladie » rédigé par trois experts à la demande du Premier ministre.
- 20 décembre** Revalorisation de 1,2 %, au 1<sup>er</sup> janvier 1995, des pensions de retraite et d'invalidité et des prestations familiales.
- 27 décembre** Augmentation de 1,2 %, au 1<sup>er</sup> janvier 1995, du RMI (revenu minimum d'insertion).

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

- 8 décembre** L'État verse FRF 5 milliards à Air France dans le cadre de sa recapitalisation, ce qui porte à FRF 8,2 milliards le montant versé en 1994 sur les 10 milliards attendus.
- 12 décembre** Le gouvernement autorise TAT (groupe British Airways), AOM (filiale du Crédit lyonnais) et Air Liberté à concurrencer Air Inter à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1995 sur Orly-Marseille et Orly-Toulouse.
- 28 décembre** Publication de la loi autorisant la privatisation de la Seita.

##### ***Les accords du GATT***

- 14 décembre** L'Assemblée nationale adopte le projet de loi autorisant la ratification des accords du cycle de l'Uruguay.

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

- 23 décembre** Le Parlement adopte le projet de loi de finances rectificative pour 1994, qui fixe à FRF 301,2 milliards le déficit budgétaire pour l'année, soit 4,1 % du PIB.
- 30 décembre** Publication de la loi de finances pour 1995, qui prévoit un déficit de FRF 275,1 milliards, soit 3,56 % du PIB.

### ***L'aménagement du territoire***

- 23 décembre** Le Parlement adopte le projet de loi sur l'aménagement du territoire.

### ***Les salaires dans le secteur public***

- 27 décembre** Le Premier ministre demande aux ministères de tutelle des entreprises publiques de limiter, l'an prochain, à 3,2 % la hausse des rémunérations moyennes et à 1,7 % les augmentations en niveau.

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

- 15 décembre** Le gouverneur de la Banque de France dresse devant la presse un bilan de la politique monétaire menée en 1994 et présente les objectifs retenus pour 1995 par le Conseil de la politique monétaire, identiques à ceux arrêtés l'an dernier.

## **Les principaux indicateurs conjoncturels**

### ***Les prévisions***

- 13 décembre** La Commission européenne table sur une progression du PIB, en France, de 3,2 % en 1995 et 1996.
- 14 décembre** Le ministère de l'Équipement estime que l'activité dans le secteur Bâtiment et Travaux publics devrait progresser de 1,0 % en volume en 1995, après une baisse de 0,7 % en 1994.
- 15 décembre** L'INSEE prévoit une augmentation du PIB de 1,7 % au premier semestre 1995, soit un rythme annuel de croissance de 3,4 %, après une hausse estimée à 2,4 % en 1994.

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

- 20 décembre** La production industrielle a fléchi de 0,6 % en octobre, la production manufacturière se repliant, pour sa part, de 0,5 %.

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

- 9 décembre** Selon l'INSEE, 15 800 entreprises ont été créées en novembre, contre 15 840 en octobre et 15 610 en septembre. Le nombre de jugements d'ouverture de procédures de redressement judiciaire a, quant à lui, baissé de 6,4 % (données brutes) en avril-mai-juin, par rapport à la période correspondante de 1993.

***Les immatriculations d'automobiles***

- 2 décembre** Portées par la relance des opérations spéciales et des rabais qui s'ajoutent à la prime à la casse, les immatriculations se sont établies, en novembre, à un niveau supérieur de 21,4 % par rapport à celui de novembre 1993. Sur les onze premiers mois de l'année, leur progression ressort à 14,6 %, d'une année à l'autre.

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

- 22 décembre** Selon le ministère de l'Équipement, les mises en chantier de logements neufs se sont accrues, au cours des onze premiers mois de l'année, de 19,7 %, par rapport à la période correspondante de 1993. Leur croissance s'est toutefois ralentie au cours de la période récente, s'établissant, pour les trois derniers mois (septembre-novembre), à 14,2 % d'une année à l'autre.

***La consommation des ménages***

- 21 décembre** La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 1,7 % en novembre, après un recul de 2,4 % en octobre.

***L'emploi***

- 5 décembre** Selon l'organisme professionnel des entreprises de travail temporaire, le volume des heures prestées a progressé de 40,0 % au troisième trimestre, après une hausse de 24,5 % au cours des trois mois précédents.
- 8 décembre** Au cours des neuf premiers mois de 1994, les effectifs salariés dans les secteurs marchands non agricoles ont augmenté de 161 800, selon l'Unedic, et de 175 300, selon l'INSEE. Sur un an, la progression est estimée à 1 % par les deux organismes.

***Les salaires***

- 20 décembre** Le taux de salaire horaire ouvrier a augmenté de 0,6 % au troisième trimestre ; il s'inscrit en hausse de 2,2 % sur un an.

***Les prix***

- 21 décembre** Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation sont restés stables en novembre. Sur un an, leur hausse ressort à 1,6 %.

***Les comptes extérieurs***

- 14 décembre** La balance des transactions courantes a enregistré un excédent de FRF 7,7 milliards (cvs) en septembre, après un déficit de 0,3 milliards en août. Sur les neuf premiers mois de l'année, le solde positif cumulé atteint FRF 43,6 milliards, contre 39,1 milliards pour la période correspondante de 1993.
- 21 décembre** La balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 11,27 milliards (cvs) en octobre. Sur les dix premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 68,86 milliards, contre 67,95 milliards pour la période correspondante de l'année précédente.

## 2.2. Étranger

- 2 décembre** Aux États-Unis, progression de 350 000 emplois non agricoles en novembre (au lieu de 242 000 prévus) et baisse du taux de chômage, qui revient de 5,8 % en octobre à 5,6 % en novembre.
- 5 décembre** Réunion des ministres des Finances de l'Union européenne sur la question des marges de fluctuation des monnaies du Système monétaire européen (reconnaissance des marges de 15 % comme marges normales).
- 6 décembre** La Chambre des Communes rejette la proposition du gouvernement de M. Major d'augmenter la TVA sur l'énergie au Royaume-Uni.  
Aux États-Unis, remplacement de M. Bentsen par M. Rubin au poste de secrétaire d'État au Trésor.  
En Italie, démission du juge di Pietro, en charge de l'enquête sur le financement des partis.
- 7 décembre** Relèvement de 50 points de base du taux d'intervention de la Banque d'Angleterre, de 5,75 % à 6,25 %.  
Le Comté d'Orange (collectivité locale au sud de Los Angeles) est déclaré en cessation de paiement.
- 8 décembre** En Allemagne, au cours de sa réunion bimensuelle, le conseil de la Banque fédérale laisse les taux directeurs inchangés. La croissance du PIB s'inscrit à 1,5 % au troisième trimestre. Le taux de chômage est stable en novembre à 7,9 %.
- 9 décembre** La Banque de Finlande relève le taux des appels d'offres de 5,00 % à 5,50 %.
- 13 décembre** La Banque de Suède relève son taux des « Repos » de 7,40 % à 7,60 %.  
Aux États-Unis, progression des ventes de détail de 1,2 % en novembre.
- 14 décembre** Aux États-Unis, hausse de 0,3 % des prix de détail et de 0,5 % de la production industrielle en novembre. Le taux d'utilisation des capacités de production s'établit à 84,7 %.
- 16 décembre** Excédent commercial japonais de USD 8,5 milliards en novembre (dont 5,1 milliards avec les États-Unis).
- 19 décembre** Stabilité des prix de gros en Allemagne occidentale en novembre (2,4 % en rythme annuel).
- 20 décembre** Publication du déficit commercial américain en octobre : USD 10,14 milliards (contre 9,35 milliards en septembre) dont 6,66 milliards avec le Japon (contre 5,373 milliards en septembre).  
Progression annualisée de M3 en Allemagne de 6,0 % en novembre (6,8 % en octobre).  
Plus bas niveau historique de la lire contre deutschemark à 1 049,80.  
Élargissement des marges de fluctuation du peso mexicain à 15 %.

**22 décembre** Démission de M. Silvio Berlusconi, président du Conseil italien.

Révision à la hausse du produit intérieur brut américain pour le troisième trimestre : 4,0 % (contre 3,9 % précédemment annoncé) avec un déflateur de 1,9 %.

Publication par la Banque fédérale d'Allemagne de ses objectifs de politique monétaire pour 1995 : fourchette de fluctuation de M3 de 4 % à 6 %, identique à celle fixée pour 1994, et objectif d'inflation fixé à 2 %.

Progression de 4,1 % sur un an du PIB britannique au cours du troisième trimestre.

Flottement du peso mexicain.

**23 décembre** Baisse de 0,1 % du revenu des ménages aux États-Unis en novembre, augmentation de 0,6 % de la consommation et hausse de 3,4 % des commandes de biens durables.

Publication de l'indice préliminaire du coût de la vie en Allemagne occidentale : + 0,2 % en décembre, traduisant une hausse de 2,7 % en rythme annuel.

Le dollar canadien se traite au plus bas depuis 8 ans contre le dollar américain.

**27 décembre** Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs s'établit à 102,2 en décembre (contre 100,4 en novembre).

**28 décembre** Contraction de l'excédent commercial japonais, qui revient à USD 10,94 milliards en novembre, après 11,13 milliards en octobre.

La Banque centrale du Mexique décide un quasi-doublement des taux d'intérêt sur les Cetes (Bons du Trésor en pesos). En particulier, le taux des bons à 28 jours passe de 16 % à 31 %. La poursuite de la hausse le porte, le 4 janvier, à 33 %.

**29 décembre** Progression de 0,3 % en novembre aux États-Unis des indicateurs avancés.

Plus bas niveau historique de la peseta à 85,30 pour 1 deutschemark.

**30 décembre** Aux États-Unis, baisse de 2,5 % des ventes de maisons neuves en novembre.

**3 janvier** Le dollar passe sur le marché de Mexico de 3,45 pesos à la mi-décembre à 5,35 pesos, soit une dévaluation de 35,5 %.

**4 janvier** La Banque d'Espagne relève son taux directeur de 65 points de base, de 7,35 % à 8,00 %.

**10 janvier** La peseta, dont le cours chute depuis début janvier, atteint un nouveau minimum historique à 88 pour 1 deutschemark.

**12 janvier** Le cours de la lire atteint un nouveau minimum historique, en cotant 1 065,50 contre deutschemark.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le redressement de la conjoncture se confirme en Europe continentale tandis que l'activité semble se modérer au Royaume-Uni. Aux États-Unis, l'expansion reste soutenue alors qu'au Japon le redémarrage demeure très lent.

La **hausse des prix** de détail demeure contenue. Aux États-unis, alors que la progression de l'indice sur un an avait atteint 3,0 % en septembre, elle est revenue à 2,6 % en octobre et s'élève à 2,7 % en novembre et décembre. En Allemagne occidentale, le glissement annuel de décembre est identique à celui observé en novembre, soit 2,7 % ; toutefois, la hausse est revenue à 3,0 % en moyenne en 1994, après 4,2 % en 1993. Au Royaume-Uni, la hausse des prix sur un an s'est très légèrement accentuée en novembre, atteignant 2,6 %, contre 2,4 % en octobre. En Italie, le glissement annuel des prix est repassé au dessus de 4,0 % en décembre (+ 4,1 %) alors qu'il s'établissait à des taux de progression inférieurs depuis juin. Enfin, au Japon, la hausse des prix sur un an reste très modérée (1,0 % en novembre, après 0,7 % en octobre).

Les **taux d'intérêt** à long terme se sont détendus en décembre, sauf en Italie, aux Pays-Bas et en Espagne. Début janvier, une remontée des taux longs a été observée dans les principaux pays, suivie d'un léger repli. Les taux à court terme ont été orientés à la hausse en décembre. La tendance s'est poursuivie, sauf en Allemagne, aux Pays-Bas et en Belgique.

Aux **États-Unis**, la croissance reste soutenue. Les chiffres du PIB au troisième trimestre ont été revus légèrement à la hausse (+ 4 % en termes annualisés) et les derniers indicateurs disponibles, pour le mois de novembre, sont dans l'ensemble

bien orientés. La croissance de la production industrielle reste vive (0,5 %, comme en octobre, et 0,8 %, après 0,6 %, pour la seule production manufacturière). Les commandes à l'industrie, notamment dans le secteur des biens durables, se redressent nettement (respectivement + 2,6 % et + 3,4 %), après un repli en octobre (- 0,4 % et - 0,8 %) ; le taux d'utilisation des capacités de production atteint 84,7 %, soit son niveau le plus élevé depuis avril 1989. La conjoncture est également favorable dans le secteur de la construction, avec une progression des dépenses de construction (0,7 %) et des mises en chantier de logements (6,9 %). En revanche, les ménages enregistrent en novembre, pour la première fois depuis dix mois, une baisse modérée de leur revenu disponible et la progression des indicateurs de consommation se ralentit légèrement par rapport à octobre : 0,5 %, après 0,6 %, pour les dépenses réelles de consommation, et 1,2 %, après + 1,3 % pour les ventes au détail. La décrue du taux de chômage se poursuit, à 5,4 % en décembre, après 5,6 % en novembre. Le déficit commercial (cvs) s'est, quant à lui, encore élargi, passant de 13,4 milliards de dollars en septembre à 13,7 milliards en octobre. Sur dix mois, le solde cumulé est de - 124,8 milliards de dollars, contre - 97,7 milliards en 1993.

Au **Japon**, le redressement de la conjoncture semble se confirmer, mais le rythme de la reprise demeure très lent. La consommation reste peu dynamique, les dépenses réelles de consommation des ménages se repliant de 0,4 % sur un an en octobre, après un trimestre mieux orienté

(+ 0,6 %). En revanche, les mises en chantier de logements ont repris plus vivement en novembre (+ 4,5 % sur un an), après une quasi-stagnation en octobre, et la production industrielle enregistre une progression de 2,7 % sur le mois de novembre, contre un recul de 0,6 % sur le mois précédent. Le taux de chômage (cvs) affiche une légère décrue, pour la première fois depuis avril dernier, revenant de 3,0 % à 2,9 % en novembre. L'excédent commercial s'est renforcé en novembre (11,1 milliards de dollars, contre 8,7 milliards en octobre), du fait d'une vive progression des exportations et d'un ralentissement des importations. Sur les onze premiers mois de l'année, le solde cumulé libellé en dollars s'établit à 112,8 milliards, contre 113,9 milliards sur la même période de 1993.

En **Allemagne**, dans la partie Ouest, l'indice de la production industrielle s'est accru de 1,5 % sur le bimestre octobre-novembre par rapport au bimestre précédent, grâce à la construction (+ 6,5 %), aux biens d'équipement (+ 2,0 %) et aux biens de base (+ 1,5 %). La comparaison du bimestre à la même période de 1993 fait apparaître une augmentation de 4,5 %. Toutefois, en raison de la rechute de la production (- 2,5 %) au mois d'août, le bimestre octobre-novembre ne fait que retrouver le niveau élevé de juin-juillet. Il rejoint également le niveau observé immédiatement avant la réunification monétaire de juillet 1990. L'indice cvs des commandes à l'industrie ouest-allemande pour novembre aurait à nouveau diminué (- 0,3 %, après - 1,2 % en octobre), le glissement annuel atteignant toutefois 9,8 %, contre 9,3 % précédemment. La comparaison du bimestre octobre-novembre aux deux mois précédents laisse cependant apparaître une progression de 1 %, grâce davantage aux ordres reçus de l'étranger (+ 2,5 %) qu'aux ventes sur le marché national (+ 0,5 %).

À l'Ouest, pour le troisième mois consécutif, le taux de chômage cvs demeure stable à 8,2 % de la population active totale en décembre. En moyenne pour l'année, le taux de chômage cvs, qui atteint 8,3 %, est en hausse par rapport aux 7,4 % observés en 1993. Dans la partie Est, le taux de chômage brut, seul disponible, a augmenté au cours du mois de décembre

atteignant 13,5 %, contre 13,0 % en novembre. Il était cependant de 15,4 %, il y a encore un an. Pour l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage brut atteint 9,2 % en décembre, après 8,9 % en novembre. Il s'élevait à 9,6 % un an auparavant.

Au **Royaume-Uni**, selon les données révisées, la croissance du PIB aurait atteint + 0,8 % au troisième trimestre, après + 1,4 % au deuxième, soit un glissement annuel de 4,1 %, après 4,3 %. Les chiffres de la fin de l'année 1994 semblent indiquer une poursuite du ralentissement : les ventes au détail sont restées stables en novembre, comme en octobre, soit un glissement annuel de 2,8 %, après 3,2 %, le plus faible depuis février 1994. La production industrielle s'est inscrite en baisse au cours du mois de novembre (- 1,0 %, après + 0,3 % en octobre). Le glissement annuel revient de 5,6 % en octobre à 4,2 % en novembre. En revanche, le nombre de chômeurs a de nouveau diminué en novembre, à 2,471 millions, le taux de chômage revenant de 8,9 % à 8,8 %.

En **Italie**, les résultats provisoires du PIB au troisième trimestre font état d'une croissance de 1,0 % par rapport aux trois mois précédents (après 1,1 % au deuxième trimestre), et de 3,7 % sur un an (après 1,9 %). La production industrielle a crû de 0,4 % en octobre, après 0,2 % en septembre, et se redresse vivement sur un an avec un glissement de 7 %. Les ventes d'automobiles se sont inscrites en progression de 18,9 % sur un an en novembre, après 6,2 % en octobre. Le taux de chômage, mesuré par les enquêtes trimestrielles, a cependant encore augmenté en octobre par rapport à juillet. Il s'établit à 12,1 %, contre 11,0 % en juillet. Le cours de la lire, affecté depuis début janvier par la crise politique italienne, a atteint un nouveau minimum historique le 12 janvier en cotant 1 065,50 contre deutschemark.

En **Espagne**, la croissance demeure soutenue : le PIB a progressé de 0,5 % au troisième trimestre, après 0,6 % au deuxième, soit un glissement annuel de 2,3 %, après 1,7 %. La demande intérieure a crû pour la première fois depuis un an

(1 % en glissement annuel), sous l'effet d'une hausse de la consommation des ménages et des investissements. Le taux de chômage, calculé mensuellement par le ministère du Travail, a diminué en décembre, revenant de 16,8 % à 16,5 %. La crise politique espagnole a

déclenché une chute de la peseta depuis plusieurs semaines. La Banque d'Espagne, qui avait pourtant relevé son taux directeur le 4 janvier (le portant de 7,35 % à 8,00 %), a été contrainte d'intervenir le 10 janvier au plus fort de la crise monétaire pour soutenir la peseta, cette dernière étant tombée à 10,00 % en dessous de son cours pivot.

### 3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de décembre a été marqué par la soudaine crise du peso mexicain et par la faiblesse de la peseta et de la lire, notamment contre deutschemark. L'étroitesse des marchés et les retombées de l'affaire mexicaine ont suscité un brusque décrochage du dollar durant les derniers jours de l'année, celui-ci clôturant 2 % au-dessous de son niveau de début de mois.

Dans des marchés devenus étroits en cette fin d'année, le **dollar** est resté initialement bien orienté, évoluant entre 1,57 deutschemark et 1,58 deutschemark pour 1 dollar. La décision, largement anticipée, du FOMC de ne pas relever ses taux n'a pas eu d'effet notable alors que la crise du peso mexicain a, dans un premier temps, contribué au soutien de la devise américaine, certains investisseurs sur les marchés sud-américains étant revenus sur le dollar. Cependant, le 28 décembre, le dollar a brusquement décroché, perdant 2 % contre deutschemark et 1 % contre yen, sous l'effet d'ordres spéculatifs dans des marchés très illiquides à la suite de l'annonce d'interventions de soutien du peso par la Banque centrale mexicaine. Les opérateurs ont en effet conclu que ces opérations accroîtraient l'offre de dollar dans des marchés creux. La monnaie américaine a terminé l'année à 1,5510 deutschemark.

Contre **yen**, le dollar s'est maintenu durant la majeure partie du mois au dessus de 100 yens avant de retomber, le 28 décembre, en dessous de ce niveau. Les prémisses d'une contraction de l'excédent commercial japonais vis-à-vis des États-Unis n'ont pas encore eu d'impact.

En raison d'inquiétudes liées à la politique fiscale du pays, le **dollar canadien** s'est replié au-delà de 1,40 dollar canadien pour 1 dollar américain, soit son niveau le plus bas depuis huit ans.

Pour la première fois depuis 1987, le **peso mexicain** s'est vivement déprécié contre dollar, passant en quelques jours de 3,45 à 5,70 pesos mexicains pour 1 dollar américain. L'élargissement des marges de fluctuation du peso, le 21 décembre, s'est transformé de

*facto* en flottement. Le 28 décembre, le doublement du taux de rendement des bons du Trésor a permis un retour à environ cinq pesos pour un dollar, soit une dévaluation de 45 % environ.

Le relèvement de 5,75 % à 6,25 % du taux d'intervention de la Banque d'Angleterre, le 7 décembre et la déclaration de M. Clarke en faveur d'un assainissement des finances publiques ont permis de maintenir la **livre sterling** au-dessus de 2,45 deutschemarks en début de période. Par la suite, l'impopularité croissante du gouvernement Major et le repli du dollar ont entraîné à la baisse la monnaie britannique qui s'échangeait en fin d'année à 2,4250 deutschemarks.

En Scandinavie, la Banque de Finlande et la Banque de Suède ont tour à tour relevé leurs taux des appels d'offres pour prévenir les tensions inflationnistes : la première a procédé à une hausse de 0,50 % le 9 décembre (de 5,00 % à 5,50 %) et la seconde à une hausse de 0,20 %, le 13 décembre (de 7,40 % à 7,60 %). La **couronne suédoise** s'est stabilisée contre deutschemark, tandis que le **mark finlandais** se raffermissait de 1,4 % par rapport à son niveau de début du mois.

Amorcé par la démission du juge di Pietro, le 6 décembre, le glissement de la **lire** s'est poursuivi jusqu'à la démission de M. Berlusconi, le 22 décembre. Après avoir touché ce jour-là un plus bas historique de 1 049,80 pour 1 deutschemark, la monnaie italienne s'est partiellement reprise dans l'attente de la formation d'un nouveau gouvernement et a terminé l'année un peu au-dessus de 1 040.

Les tensions traditionnellement enregistrées en fin d'année sur les taux courts allemands, la publication de statistiques d'activité encourageantes en Allemagne ainsi que la faiblesse de la lire, de la peseta et de la couronne suédoise ont poussé le **deutschmark** à la hausse. La monnaie allemande s'est inscrite en progression contre la plupart des devises du SME, à l'exception du franc belge et du florin. La Banque fédérale a laissé ses taux directeurs inchangés et a publié ses objectifs de politique monétaire pour 1995, soit une fourchette de fluctuation de M3 qui demeure fixée à 4 %-6 % et une progression de l'inflation limitée à 2 %. Avec une progression en rythme annualisé de 6 % en novembre, M3 a rejoint le haut de la fourchette qui lui avait été assignée en début d'année.

La monnaie la plus fragilisée a été la **peseta**, du fait des problèmes politiques particuliers à l'Espagne : le gouvernement du Royaume a été confronté aux réticences du Parti catalan à approuver le budget et, surtout, à l'affaire du GAL

(arrestation d'anciens responsables de la sécurité en charge notamment des problèmes avec l'ETA). Ainsi, fin décembre, la peseta a atteint un plus bas niveau historique de 85,30, soit une dépréciation de 2,25 % par rapport à son niveau de fin novembre.

Dans un contexte général de fermeté de la monnaie allemande, le **franc français** s'est légèrement déprécié vis-à-vis du deutschmark au cours des trois premières semaines du mois, en liaison avec les incertitudes liées à la préparation des élections présidentielles et, temporairement, au retrait de la candidature de M. Delors. Le franc a ensuite bénéficié de la publication de nouvelles économiques favorables : hausse de 1,7 % de la consommation des ménages en novembre, excédent commercial de 11,3 milliards de francs en octobre (après 9 milliards en septembre), inflation nulle en novembre (soit 1,6 % sur douze mois) et stabilisation du nombre des demandeurs d'emploi au cours du même mois.

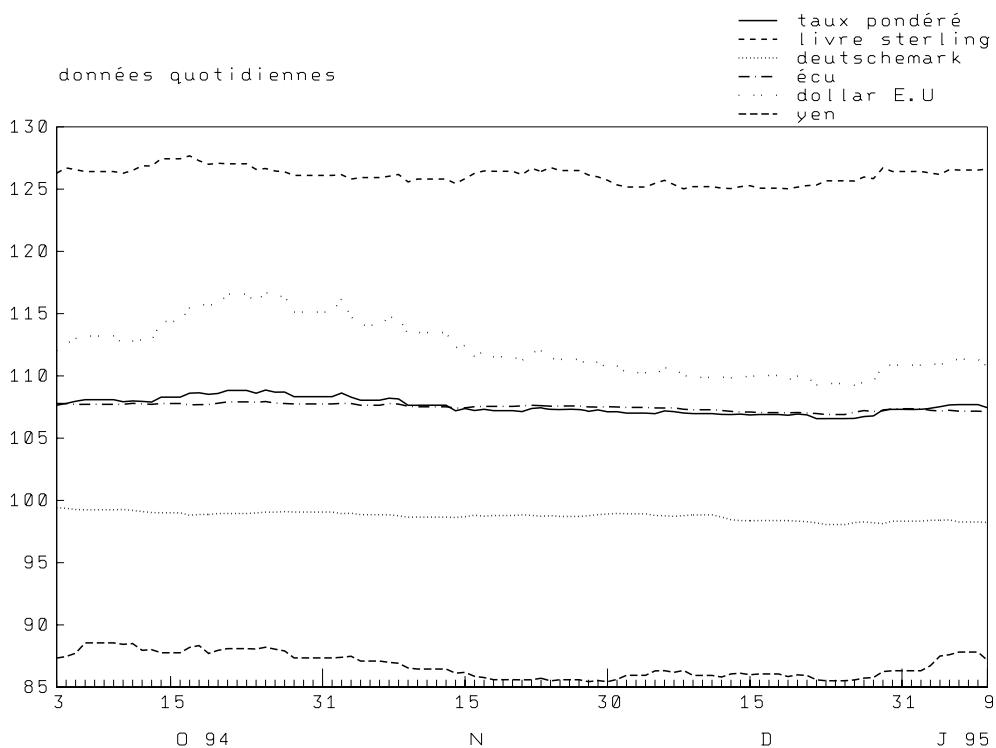
<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
(en francs)				
Principales monnaies étrangères à Paris		30 novembre 1994	30 décembre 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,388	5,346	-0,78
Écu privé.....	1 XEU	6,5435	6,556	0,19
Allemagne.....	100 DEM	342,97	345,13	0,63
Belgique.....	100 BEF	16,68	16,7915	0,67
Pays-Bas .....	100 NLG	306,30	308,11	0,59
Danemark.....	100 DKK	87,56	87,89	0,38
Espagne.....	100 ESP	4,1105	4,0575	-1,29
Portugal.....	100 PTE	3,355	3,355	0,00
Irlande .....	1 IEP	8,269	8,271	0,02
Royaume-Uni.....	1 GBP	8,424	8,3545	-0,83
Italie .....	1000 ITL	3,33	3,292	-1,14
Grèce.....	100 GRD	2,2265	2,2255	-0,04
Suède .....	100 SEK	71,22	71,65	0,60
Finlande .....	100 FIM	110,71	112,81	1,90
Norvège .....	100 NOK	78,78	79,06	0,36
Suisse .....	100 CHF	404,87	407,63	0,68
Japon .....	100 JPY	5,4424	5,361	-1,50

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
(en pourcentage)				
	1 mois		3 mois	
	30 novembre 1994	30 décembre 1994	30 novembre 1994	30 décembre 1994
Dollar .....	6,00	5,875	6,125	6,437
Livre sterling .....	5,75	6,00	6,125	6,562
Deutschmark .....	5,25	5,06	5,25	5,25
Franc suisse .....	3,812	3,812	4,125	4,187
Franc français .....	5,406	5,75	5,563	6,12

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

Mise à jour le 30 décembre 1994

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



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

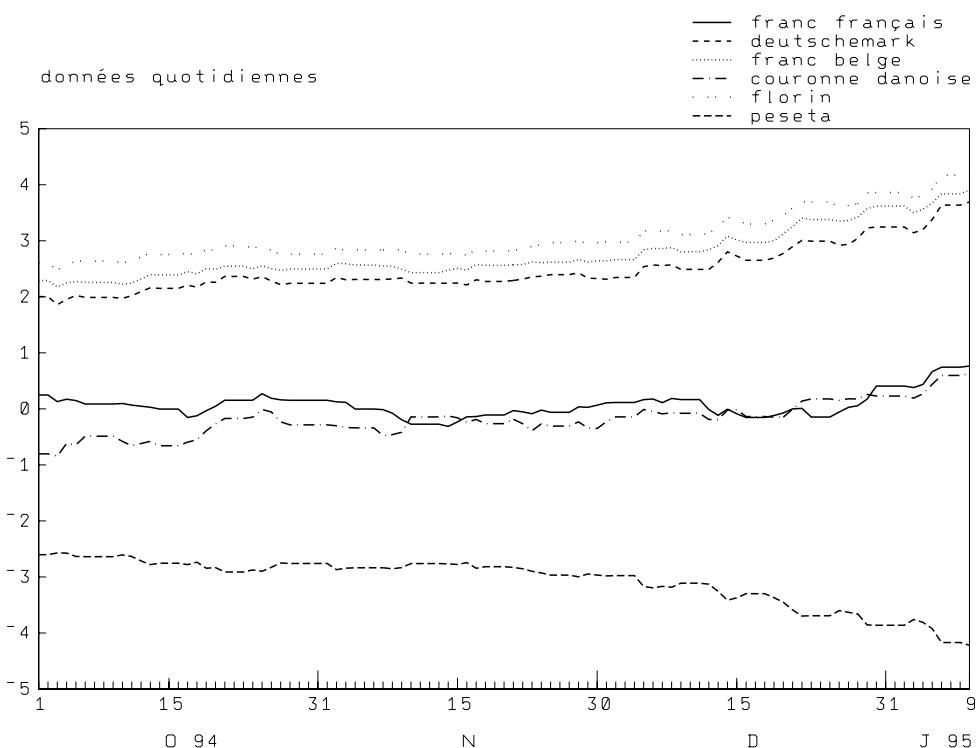
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 10 janvier 1995

Depuis la fin du mois de novembre, le franc français a relativement peu varié par rapport au deutschmark et à l'écu. Vis-à-vis du dollar, la monnaie française a continué de glisser jusque dans les derniers jours de l'année 1994 ; elle s'est ensuite raffermie. La livre sterling s'est lentement dépréciée par rapport au franc au cours de la période. De son côté, le yen s'est inscrit en net repli face au franc à partir de la dernière semaine du mois de décembre.

## 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

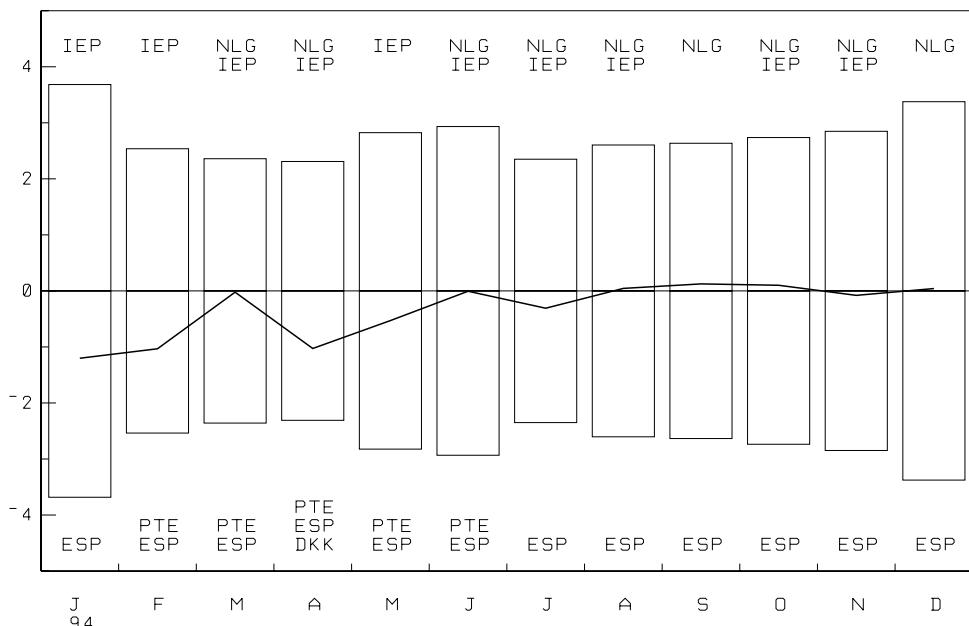
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 10 janvier 1995

Durant la période sous revue, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a, dans l'ensemble, suivi celles du deutschemark, du florin et du franc belge. La situation de la couronne danoise a, elle aussi, continué de s'améliorer. La situation de la peseta s'est en revanche encore dégradée.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



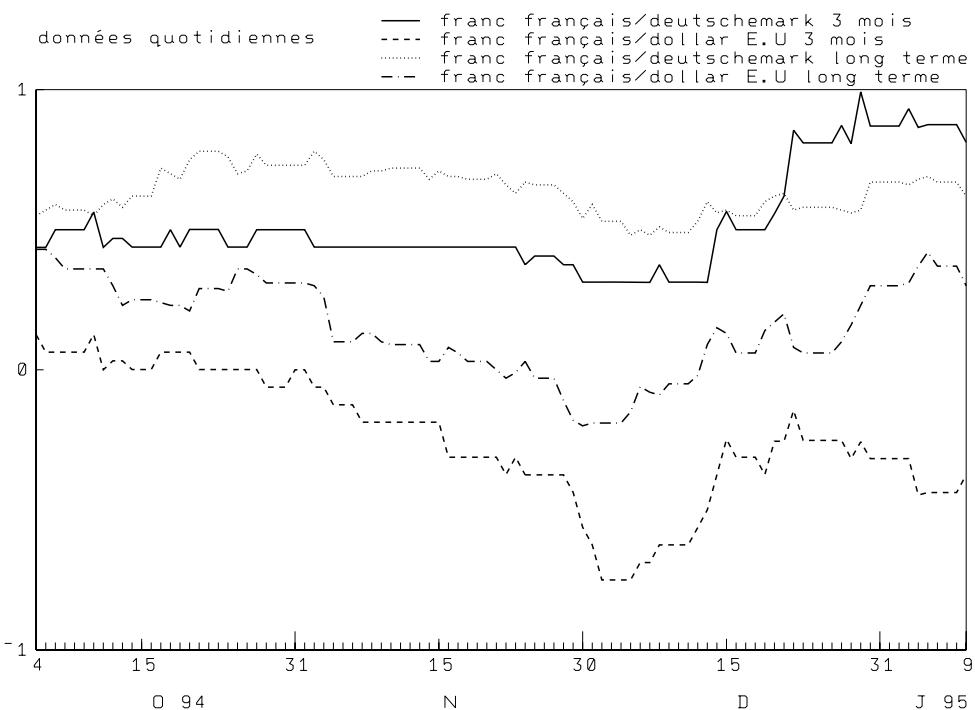
Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir :  
 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 10 janvier 1995

À l'intérieur de la bande communautaire, la devise néerlandaise est restée durant tout le mois de décembre en opposition avec la peseta, qui a enregistré, pour le sixième mois consécutif, les écarts négatifs moyens les plus importants. Au total, l'écart entre les extrêmes s'est quelque peu accru d'un mois à l'autre.

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

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

Mise à jour le 10 janvier 1995

Durant la période sous revue, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands s'est sensiblement accru. Pour la première quinzaine du mois de décembre, cette évolution est due à une hausse des taux plus rapide en France qu'en Allemagne. À partir de la mi-décembre, le mouvement reflète essentiellement la détente des taux allemands. Début janvier 1995, le différentiel de taux courts ressort à 80 points de base, contre 30 points un mois plus tôt. De leur côté, les taux longs ont augmenté dans les mêmes proportions dans les deux pays et l'écart de rémunération a peu varié d'une fin de période à l'autre.

S'agissant des taux français et américains, le différentiel de rémunération à court terme s'est réduit sur l'ensemble de la période, sous l'effet de la remontée des taux français, tandis que l'écart de taux à long terme s'est au contraire amplifié.

### 3.3. Le marché de l'or

L'once d'**or** a atteint en fin de période son plus haut niveau depuis 5 mois, en s'inscrivant le 30 décembre à USD 391,75 au fixage de Londres. Cette progression de près de 5 % en décembre des cours de l'or, qui n'a pas été entravée par la hausse du dollar sur les marchés de change, s'explique principalement par l'activité des fonds

d'investissement sur le marché des métaux précieux, dans un contexte d'anticipations de réapparition des tensions inflationnistes. Par ailleurs, on signale également un regain de demande en provenance d'Asie, notamment pour les besoins du secteur de la bijouterie.

<b>COURS DE L'OR</b>			
	Au 30 novembre 1994	Au 30 décembre 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	66 250	65 600	-0,98
Lingot (le kg).....	66 450	66 500	0,08
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	381	380	-0,26
Vreneli.....	383	379	-1,04
Union latine .....	384	381	-0,78
Souverain.....	484	489	1,03
20 dollars .....	127,50	125,00	-1,96
Peso mexicain.....	2 470	2 455	-0,61
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	383,10	382,50	-0,22
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			
			Mise à jour le 30 décembre 1994

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

## 4.1. La conjoncture économique en décembre 1994

### Les indicateurs

La hausse des prix de détail reste en deçà de 2 % sur un an. Après s'être stabilisés en novembre, les prix ont, selon l'indice provisoire de l'INSEE, enregistré en décembre une variation comprise entre 0 % et – 0,1 %.

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre font ressortir une progression du PIB de 0,8 % en volume (après 1,1 % au deuxième trimestre et 0,8 % au premier).

La croissance a été soutenue par l'augmentation de la consommation des ménages (0,9 %, après + 1,0 % au deuxième trimestre et une stabilité au premier trimestre), et la progression de l'investissement total (1,5 %, après 1,1 %), alors que les exportations se maintiennent à un niveau élevé (– 0,8 %, après + 3,6 %).

L'activité commerciale, qui s'était nettement redressée en novembre, s'est stabilisée en décembre.

Dans le bâtiment, le nombre de logements commencés sur les onze premiers mois de l'année s'est inscrit en hausse de 19,7 % par rapport à la même période de 1993.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,4 % au troisième trimestre 1994 (après + 0,6 % au deuxième).

En novembre, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a augmenté de 0,1 %, après une baisse de 0,5 % le mois précédent ; sur un an, la hausse est revenue à 1,0 %, contre 1,4 % en octobre et 10,5 % fin 1993.

Le taux de chômage au sens du BIT s'est établi à 12,6 %, comme le mois précédent, marquant une hausse de 0,2 point sur un an.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a de nouveau progressé en décembre.

**Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France****LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE**

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 17 janvier 1995

En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la *production industrielle a poursuivi sa progression*, d'une manière, toutefois, plus heurtée que précédemment. Importants dans le secteur des biens intermédiaires, les progrès de l'activité ont été moins sensibles dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation ; une stabilisation a été relevée dans les industries agro-alimentaires et un fléchissement a marqué l'automobile. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est encore redressé.

**LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE**

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 17 janvier 1995

La *demande globale* s'est renforcée, particulièrement dans les biens intermédiaires et les biens de consommation. Elle a été essentiellement soutenue par la bonne orientation de la demande interindustrielle, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation. Sur le marché national, l'anticipation de relèvements des prix des consommations intermédiaires a conduit à avancer les réapprovisionnements, mais les ordres restent courts et assortis de délais de livraison très brefs.

Sur les marchés étrangers, les commandes proviennent de zones géographiques très diverses. Si les progrès les plus nets continuent d'être enregistrés avec les pays d'Asie du Sud-Est et les États-Unis, les ventes augmentent fortement vers les pays d'Amérique latine et l'Europe, notamment l'Allemagne, et, à un moindre degré, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne où la concurrence se fait moins sévère.

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

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 17 janvier 1995

Les *carnets de commandes* demeurent à un niveau satisfaisant. Toujours considérés comme abondants dans les biens intermédiaires, ils sont jugés proches de la normale dans les autres branches.

Les *stocks* apparaissent, globalement, juste adaptés au rythme de l'activité, sauf dans les biens intermédiaires et l'automobile où ils apparaissent insuffisants.

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

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 17 janvier 1995

À l'exception de certaines branches des biens intermédiaires, où l'on note toujours des relèvements de tarifs, les *prix* sont demeurés stables, en dépit de la poursuite du renchérissement des produits de base. Imposée par l'intensité de la concurrence, cette attitude tarifaire conduit à un amenuisement croissant des marges, ce qui explique que les chefs d'entreprise sont toujours plus nombreux à envisager des hausses de leurs prix de vente début 1995.

*Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser, à un rythme cependant moins soutenu.*

Le comportement des industriels en matière d'*investissement* n'a guère varié. Le nombre de projets retenus augmente, quoique modestement, compte tenu de l'importance du taux d'utilisation des capacités de production ; ils visent principalement à accroître la productivité des entreprises ou à satisfaire de nouvelles normes réglementaires, en matière d'environnement notamment ; mais des programmes d'extension de capacité sont de plus en plus fréquemment annoncés.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 17 janvier 1995

Dans le *BTP*<sup>1</sup>, l'activité s'est stabilisée au cours du dernier trimestre 1994.

L'*activité commerciale*, qui s'était redressée en novembre, s'est stabilisée en décembre. Au total, les résultats du bimestre, peu différents de ceux de septembre-octobre 1994, ont marqué un progrès par rapport à l'année précédente.

Les *effectifs* n'ont pas varié dans le bâtiment, le commerce, les services marchands et dans l'industrie, à l'exception des biens intermédiaires et de l'automobile, où ils se sont effrités.

La plupart des industriels interrogés jugent leurs effectifs bien adaptés à leur activité. Ils cherchent à accroître la flexibilité de la main d'œuvre grâce à des contrats à durée déterminée ou des modulations d'horaires. Toutefois, un nombre grandissant d'entrepreneurs envisagent des transformations d'emplois précaires en emplois permanents. En outre, le recours au chômage partiel a presque partout disparu.

<sup>1</sup> Données brutes

## 4.2. La balance des paiements en octobre 1994

L'excédent des transactions courantes a atteint en données brutes, en octobre, 5,1 milliards de francs, soit le solde moyen depuis le début de l'année, contre 11 milliards le mois précédent. Le solde cumulé sur les dix premiers mois (46,7 milliards de francs) s'inscrit à un niveau supérieur à celui réalisé au cours de la même période de 1993 (43,5 milliards).

Les mouvements de capitaux, hors avoirs nets du secteur officiel, se sont traduits en octobre par des entrées plus amples qu'en septembre (8 milliards de francs, après 1,4 milliard), l'effet des cessions de titres français par les non-résidents et des achats de titres étrangers par les résidents ayant été entièrement compensé par la constitution de positions à court terme favorables à notre monnaie.

Depuis le début de l'année, les avoirs nets du secteur officiel ont fortement augmenté (70,2 milliards de francs).

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE									
	(en données brutes – en millions de francs)								
	Année 1993 (a)	Juin 1994 (b)	Juillet 1994 (c)	Août 1994 (c)	Septembre 1994 (c)	Octobre 1994 (c)	10 mois de 1994 (a)	10 mois de 1993 (c)	
<i>Transactions courantes</i> .....	59 466	4 135	10 737	91	10 974	5 057	46 682	43 502	
<i>Transferts en capital</i> .....	-569	13	-22	-66	-281	-848	-3 600	-400	
<i>Mouvements de capitaux à long terme</i> ...	-19 362	-28 942	-4 972	-3 542	-27 690	-14 294	-238 109	-18 102	
<i>Mouvements de capitaux à court terme</i> ..	-54 514	17 663	-1 957	-13 817	34 868	26 738	229 480	-35 561	
– du secteur privé non bancaire.....	199 844	36 160	4 773	643	3 301	-5 925	6 914	130 846	
– du secteur bancaire .....	-282 159	-15 542	-2 102	-16 967	25 818	28 197	292 790	-231 347	
– du secteur officiel.....	27 801	-2 955	-4 628	2 507	5 749	4 466	-70 224	64 940	
<i>Ajustement</i> .....	14 979	7 131	-3 786	17 334	-17 871	-16 653	-34 453	10 561	
<i>Pour mémoire :</i> <b>MOUVEMENTS DE CAPITAUX</b> (hors secteur officiel) .....	<b>-101 677</b>	<b>-8 324</b>	<b>-2 301</b>	<b>-19 866</b>	<b>1 429</b>	<b>7 978</b>	<b>61 595</b>	<b>-118 603</b>	

---

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

#### 4.2.1. Les transactions courantes

En *données brutes*, la progression de l'excédent cumulé sur dix mois (+ 46,7 milliards de francs, au lieu de + 43,5 milliards) résulte d'évolutions contrastées : l'accroissement des excédents de *marchandises* et de *services* se trouve partiellement compensé par le déficit des *revenus de facteurs* et des *transferts unilatéraux*.

En *données cvs*, l'excédent des transactions courantes s'inscrit en retrait par rapport au mois de septembre (+ 3,1 milliards de francs, au lieu de + 7,7 milliards), et par rapport à la moyenne mensuelle depuis janvier (+ 4,7 milliards), sous l'effet d'une contraction de l'excédent des *services* et du déficit accru des *revenus de facteurs*.

#### BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE Soldes des transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Septembre 1994 (b)	Octobre 1994 (b)	10 mois de 1994 (b)	10 mois de 1993 (a)
<b>TRANSACTIONS COURANTES .....</b>	<b>10 974</b>	<b>5 057</b>	<b>46 682</b>	<b>43 502</b>
<i>Marchandises .....</i>	5 633	8 858	44 708	37 938
– Exportations et importations .....	4 760	9 415	37 477	28 535
– Négoce international .....	873	-557	7 231	9 403
<i>Services .....</i>	8 298	5 773	61 658	51 028
– Transports .....	-335	-560	-5 881	-4 927
– Services techniques .....	1 918	1 617	14 569	17 189
– Voyages .....	5 331	4 565	52 744	52 184
– Autres services .....	1 384	151	226	-13 418
<i>Revenus de facteurs .....</i>	-1 829	-6 440	-50 259	-43 335
<i>Autres biens et services .....</i>	2 700	2 400	24 773	25 083
<i>Transferts unilatéraux .....</i>	-3 828	-5 534	-34 198	-27 212
dans :				
– Transferts du secteur officiel .....	-3 388	-4 995	-30 070	-23 675

(en données cvs – en millions de francs)

	Septembre 1994 (b)	Octobre 1994 (b)	10 mois de 1994 (b)	10 mois de 1993 (a)
<b>TRANSACTIONS COURANTES .....</b>	<b>7 715</b>	<b>3 063</b>	<b>46 678</b>	<b>44 991</b>
<i>Exportations et importations .....</i>	6 506	7 348	37 416	28 396
<i>Services .....</i>	7 936	5 595	61 827	51 256
– Transports .....	-417	-1 012	-5 862	-5 054
– Voyages .....	5 293	4 976	51 654	49 178
<i>Revenus de facteurs .....</i>	-5 689	-6 620	-44 043	-37 408
<i>Autres biens et services .....</i>	2 508	2 340	25 117	25 441

(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 5 janvier 1995

### **Les principales évolutions du commerce extérieur douanier**

*Évolution globale (en données FAB-FAB) :  
la meilleure performance de l'année*

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent commercial du mois d'octobre constitue la meilleure performance de l'année (+ 11,3 milliards de francs, après + 9,1 milliards en septembre). La tendance à la progression des échanges est plus affirmée pour les exportations, qui égalent pratiquement leur record du mois d'août (111,8 milliards de francs), que pour les importations. Sur dix mois, l'excédent est supérieur à celui de la période correspondante de 1993 (+ 68,9 milliards de francs, au lieu de + 68,0 milliards).

En données brutes, l'excédent record de décembre 1993 est dépassé : + 14,3 milliards de francs, contre + 13,5 milliards. Le montant des exportations (118,7 milliards de francs) frôle le maximum établi en mars (118,9 milliards de francs). Sur dix mois, l'excédent dépasse celui de 1993 (+ 70,0 milliards de francs, au lieu de + 68,6 milliards), malgré la reprise un peu plus marquée des importations (+ 9,0 %) que des exportations (+ 8,5 %).

*Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs) :  
un excédent record des biens d'équipement professionnels*

L'excédent agro-alimentaire, qui s'érodait depuis le début de l'année, effectue en septembre et octobre une remontée (+ 4,2 milliards de francs, après + 3,6 milliards). La tendance à la dégradation des termes de l'échange persiste toutefois sur dix mois pour les produits bruts : hausse des cours mondiaux de matières exclusivement importées (café, cacao), baisse des prix des céréales exportées. L'excédent chute ainsi de 11 milliards de francs (+ 35,3 milliards de francs, contre + 46,3 milliards) et la part des produits agricoles bruts dans le total des exportations hors matériel militaire tombe de 6,7 % à 5,6 % d'une année sur l'autre.

Le déficit énergétique (5,6 milliards de francs) est conforme aux moyennes calculées sur trois, six ou douze mois. Les importations, en particulier les approvisionnements de gaz naturel, retrouvent un niveau normal après leur chute d'août et septembre. Sur dix mois, le déficit revient de 59,6 milliards de francs en 1993 à 56,7 milliards en 1994.

Les exportations record de *biens d'équipement professionnels* (31,1 milliards de francs) sont à l'origine du plus fort excédent jamais enregistré dans ce secteur (+ 5,7 milliards de francs) et du plus fort excédent *industriel* (civil et militaire) observé depuis juin 1985 (+ 8,1 milliards de francs). Parmi les ventes d'octobre dans le secteur des biens d'équipement professionnels, figurent 10 Airbus, essentiellement des gros porteurs, pour 4,5 milliards de francs, contre 7 appareils en septembre pour 2,0 milliards. Sur dix mois, l'excédent passe de 25,7 milliards de francs à 32,6 milliards, les exportations progressant de 12 % et les importations de 11 %.

Les exportations d'*automobiles* se maintiennent au niveau élevé atteint en septembre (plus de 8 milliards de francs). Malgré la montée des importations d'un mois sur l'autre (+ 3 %), l'excédent demeure bien orienté dans ce secteur (1,4 milliard de francs). Il passe sur dix mois de 4,4 milliards de francs à 5,6 milliards, sous l'effet d'une hausse de 8 % des exportations et de 6 % des importations.

Le déficit des *biens de consommation* est inchangé à 0,2 milliard de francs. Après le pic atteint par les flux au mois d'août, deux mois de repli remettent en cause une progression de plus d'un an, attestant la faiblesse de la demande (en particulier dans le domaine de l'habillement). Sur dix mois, le déficit se réduit de moitié (6,3 milliards de francs, au lieu de 12,7 milliards), les exportations s'accroissant de 9 % et les importations de 4 %.

*Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs) :**le plus fort excédent de l'année avec les pays de l'Union européenne (4,0 milliards de francs)*

Après le pic atteint en août, les flux avec l'*Union européenne* se replient depuis deux mois, de façon plus marquée pour les importations que pour les exportations. Sur dix mois, l'excédent se réduit légèrement, alors que les flux progressent de 10 % dans les deux sens.

La plus ample variation concerne le *Royaume-Uni*, avec lequel des records sont enregistrés en termes d'exportations (11,2 milliards de francs) comme en termes d'excédent (3,2 milliards de francs). L'excédent cumulé sur dix mois atteint 20,5 milliards de francs, contre 13,6 milliards au cours de la période correspondante de 1993, les exportations augmentant de 16 % et les importations de 9 %.

Après le déficit record atteint en août avec l'*Italie* (1,8 milliard de francs), la chute des importations depuis deux mois permet au solde de revenir pratiquement à l'équilibre. Sur dix mois, en revanche, le déficit s'élargit nettement (6,2 milliards de francs, au lieu de 2,6 milliards), les exportations augmentant de 7 % et les importations de 11 %.

Avec l'*Allemagne*, les flux marquent un recul, tout en se maintenant à un niveau élevé. Le solde s'écarte peu de l'équilibre (- 0,1 milliard de francs, au lieu de + 0,6 milliard en septembre). Sur dix mois, le solde se retourne (- 3,2 milliards de francs, au lieu de + 0,7 milliard), sous l'effet d'un essor plus vif des importations (+ 10 %) que des exportations (+ 7 %).

Le déficit à l'égard des pays de l'*OCDE hors Union européenne* s'accentue d'un mois sur l'autre (2,4 milliards de francs, au lieu de - 1,0 milliard). Le solde redevient déficitaire avec les *États-Unis* (- 1,8 milliard de francs, au lieu de + 0,2 milliard). Les flux atteignent toutefois des montants exceptionnels, les exportations restant aussi élevées qu'en septembre et les importations enregistrant une forte poussée (+ 20 % d'un mois sur l'autre). Après un troisième trimestre exceptionnel, les exportations vers le *Japon* s'inscrivent à un niveau jamais atteint (2,8 milliards de francs), ce qui fait passer le déficit sous le milliard de francs, soit le meilleur résultat depuis 1983, les importations continuant de s'effriter graduellement.

*Hors OCDE*, les exportations vers les *pays d'Asie à économie en développement rapide* restent tributaires des grands contrats. Avec 3 Airbus, les ventes retrouvent un niveau élevé après la chute de septembre, entraînant un retournement du solde (+ 0,8 milliard de francs, au lieu de - 1,4 milliard). Sur dix mois, le déficit est nettement réduit (2,5 milliards de francs, au lieu de 6,8 milliards), les exportations progressant de 17 % et les importations de 8 %. Cette zone économique accueille aujourd'hui 5,2 % des exportations totales, hors matériel militaire, contre 4,9 % en 1993 et 3,9 % en 1992.

Enfin, le déficit apparu en début d'année avec les *pays de l'Est* se résorbe progressivement sous l'effet d'une remontée des exportations.

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

D'un mois sur l'autre, l'excédent augmente fortement en *données brutes* (9,4 milliards de francs, au lieu de 4,8 milliards), plus modérément en *données cvs* (7,3 milliards de francs, au lieu de 6,5 milliards).

Sur dix mois, en *données brutes*, le cumul des soldes s'élève à + 37,5 milliards de francs, au lieu de + 28,5 milliards pour la période correspondante de 1993. Outre l'augmentation de l'excédent du commerce douanier, cet accroissement provient également de l'évolution des opérations sans paiement et sans transfert de propriété déduites des chiffres douaniers, et en particulier des échanges relatifs au travail à façon.

<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

***Le négoce international***

(en données brutes)

Le solde du négoce international devient déficitaire en octobre (– 0,6 milliard de francs, au lieu de + 0,9 milliard), à la suite d'un tassement des recettes, notamment dans le secteur des compagnies pétrolières. Sur dix mois, l'excédent est en repli (7,2 milliards de francs, au lieu de 9,4 milliards en 1993).

***Les services***

(en données cvs)

L'excédent des services se contracte d'un mois sur l'autre (5,6 milliards de francs, contre 7,9 milliards), mais aussi par rapport à la moyenne depuis janvier (6,2 milliards de francs). Cette évolution est répartie sur plusieurs lignes, notamment les *transports aériens*, la *coopération technique*, et les *assurances*.

Sur les dix premiers mois, l'excédent des services s'accroît sensiblement par rapport à la période correspondante de 1993 (61,8 milliards de francs, contre 51,3 milliards). Les *services divers*, et plus particulièrement les commissions et frais bancaires, contribuent fortement à cette évolution (en données brutes, – 0,3 milliard de francs, au lieu de – 7,8 milliards). Le solde des *assurances* se retourne (+ 3,5 milliards de francs, contre – 1,1 milliard), sous l'effet d'une baisse de 13 % des dépenses, des indemnités particulièrement élevées ayant été payées par les réassureurs en 1993 à la suite de catastrophes naturelles. L'excédent des *voyages* se raffermit par un effet de masses (51,7 milliards de francs, au lieu de 49,2 milliards), les recettes s'accroissant, comme les dépenses, d'environ 6 %. Cette progression des flux peut être rapprochée de la reprise économique dans plusieurs pays européens. Enfin, l'excédent des *services de gestion* (frais de gestion entre maisons mères et filiales, par exemple) passe de 4,4 milliards de francs à 5,7 milliards, en raison d'une contraction des dépenses des entités résidentes.

***Les revenus de facteurs***

(en données cvs)

L'accroissement du déficit des revenus de facteurs (6,6 milliards de francs, au lieu de 5,7 milliards) reflète l'évolution des *revenus du capital* (– 7,4 milliards de francs, au lieu de – 6,1 milliards). L'échéance d'OAT du mois d'octobre qui est la deuxième plus importante de l'année, après celle d'avril, a donné lieu au paiement d'un montant particulièrement élevé de coupons aux non-résidents.

Sur dix mois, le déficit des *revenus du capital* s'accentue (42,0 milliards de francs, au lieu de 32,9 milliards). Les intérêts proprement dits dégagent un solde quasi inchangé, résultant toutefois d'évolutions contrastées : une diminution des revenus nets issus du placement des réserves officielles, ainsi que des placements à court terme à l'étranger du secteur privé non bancaire, compensée par une augmentation des revenus nets du secteur bancaire. L'excédent des revenus d'investissements directs se réduit. Enfin, les importants mouvements sur titres intervenus au cours des derniers mois, sur titres publics notamment, n'ont pas d'effet sur l'ensemble des revenus du capital. La diminution des versements nets des coupons arrivés à échéance est compensée par les règlements de coupons courus non échus versés aux non-résidents lors de cessions sur le marché secondaire.

***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 + 2,4 milliards de francs, au lieu de + 2,7 milliards en septembre

***Graphiques non disponibles***

### **Les transferts unilatéraux**

(en données brutes)

Le déficit des transferts unilatéraux se creuse d'un mois sur l'autre (5,5 milliards de francs, au lieu de 3,8 milliards), du fait de l'alourdissement des transferts nets du secteur officiel (- 5,0 milliards de francs, au lieu de - 3,4 milliards).

Sur dix mois, on observe un gonflement des transferts nets du secteur officiel (- 30,1 milliards de francs, au lieu de - 23,7 milliards), par suite de l'augmentation de la contribution française aux institutions financières de l'Union européenne. On notera que l'impact des fortes recettes perçues en janvier au titre du FEOGA<sup>1</sup> n'est plus sensible sur dix mois, les recettes ayant été ensuite nettement inférieures à celles de la période correspondante de 1993.

#### **4.2.2. Les transferts en capital**

Ces opérations, qui correspondent principalement à des abandons de créances, se soldent par un déficit de 3,6 milliards de francs au cours des dix premiers mois de 1994.

#### **4.2.3. Les mouvements de capitaux<sup>2</sup>**

Au cours des dix premiers mois de 1994, les mouvements de capitaux hors avoirs nets du secteur officiel ont donné lieu à des entrées de 61,6 milliards de francs (au lieu de sorties de 118,6 milliards de francs pour la même période de 1993) et les avoirs nets du secteur officiel se sont renforcés de 70,2 milliards de francs.

Sur le seul mois d'octobre 1994, les mouvements de capitaux, à l'exclusion des avoirs nets du secteur officiel, se sont soldés par des entrées nettes de 8,0 milliards de francs, tandis que les avoirs nets du secteur officiel ont diminué de 4,5 milliards de francs.

##### **Les capitaux à long terme**

Au cours du mois d'octobre 1994, les mouvements de capitaux à long terme ont à nouveau suscité des sorties nettes à hauteur de 14,3 milliards, portant à 238,1 milliards de francs le montant total des sorties enregistrées sur les dix premiers mois de l'année (- 18,1 milliards de francs au cours de la même période de 1993).

Le creusement du solde déficitaire est essentiellement imputable aux investissements de portefeuille. En effet, sur l'ensemble des dix premiers mois de l'année 1994, les opérations sur titres ont été à l'origine de 261,2 milliards de francs de sorties, contre 27,2 milliards de francs d'entrées sur la période correspondante de 1993.

Les opérations de *prêts à long terme* ont donné lieu, en octobre 1994, à des entrées nettes de 2,1 milliards de francs, contre des sorties nettes de 5,0 milliards au cours du mois précédent. Ce solde excédentaire résulte essentiellement des opérations de prêts du secteur bancaire marqués par des remboursements nets de prêts à l'étranger (4,4 milliards de francs) plus élevés que les remboursements nets de prêts de l'étranger (- 1,3 milliard de francs). Au total, depuis le début de l'année 1994, les opérations de prêts à long terme ont dégagé un solde positif de 32,4 milliards de francs largement imputable aux prêts bancaires en devises (38,8 milliards de francs).

Confirmant la tendance observée depuis décembre 1993, les *investissements de portefeuille* font à nouveau apparaître un solde débiteur de 26,7 milliards de francs, plus de deux fois supérieur à celui

<sup>1</sup> Remboursement des primes à la jachère, dont l'avance avait été opérée en 1993 par le gouvernement français dans le cadre de la réforme de la PAC

<sup>2</sup> Cf. tableaux 15 et 16 dans la partie « statistiques »

dégradé au mois de septembre (- 10,1 milliards) et comparable aux soldes déficitaires mensuels enregistrés sur le premier semestre.

Cette accentuation du déficit des opérations de portefeuille résulte d'une progression simultanée des acquisitions nettes de titres étrangers par les résidents (- 16,3 milliards de francs) et des cessions nettes de titres français par les non-résidents (- 12,2 milliards de francs). Acheteurs nets d'obligations et de bons du Trésor étrangers (- 20,4 milliards de francs), les résidents ont été par contre vendeurs nets d'actions étrangères (3,4 milliards) au cours du mois d'octobre 1994. Dans le même temps, les dégagements des non-résidents ont porté sur les BTAN (- 13,7 milliards de francs) et sur les obligations domestiques (- 1,6 milliard) tandis que leurs acquisitions ont concerné les actions (0,8 milliard) et les obligations émises sur les marchés internationaux (3,7 milliards).

Le solde des *investissements directs* s'est inversé d'un mois à l'autre (10,5 milliards de francs, contre - 12,7 milliards) en liaison avec l'ampleur exceptionnelle des investissements directs étrangers en France (13,7 milliards de francs) tandis que les flux enregistrés au titre des investissements directs français à l'étranger se sont inscrits en retrait sensible, après le niveau record atteint au cours du mois précédent (- 3,2 milliards de francs, au lieu de - 16,3 milliards). Sur l'ensemble des dix premiers mois de l'année 1994, les investissements directs ont été à l'origine de sorties de 3,9 milliards de francs, contre de faibles entrées sur la même période de l'année précédente (0,9 milliard).

### **Les capitaux à court terme**

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées de 26,7 milliards de francs au cours du mois d'octobre 1994, portant ainsi à 229,5 milliards de francs le solde créditeur pour les dix premiers mois de l'année (avoirs nets du secteur officiel inclus).

Les flux du *secteur privé non bancaire* ont dégagé des sorties à hauteur de 5,9 milliards de francs, ramenant ainsi à 6,9 milliards de francs le montant des rapatriements effectués depuis le début de l'année 1994 (contre 130,8 milliards de francs au cours de la même période de 1993).

Les opérations du *secteur bancaire* se sont traduites par un solde positif de 28,2 milliards de francs, les sorties au titre des autres opérations (- 44,6 milliards de francs) ne compensant que partiellement les entrées substantielles dégagées sur les opérations des non-résidents vis-à-vis du franc (62,5 milliards de francs).

Sur les dix premiers mois de l'année 1994, les opérations en francs des non-résidents se caractérisent par des remboursements considérables d'emprunts de francs à hauteur de 216,9 milliards, en liaison notamment avec les cessions de titres français, et par une contraction de leur position vendeuse nette de francs à terme de 255,9 milliards.

Les avoirs nets à court terme du *secteur officiel* ont diminué de 4,5 milliards de francs au mois d'octobre 1994, en raison d'une augmentation des autres engagements sous forme essentiellement de bons du Trésor (BTF).

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de décembre, de fortes tensions ont été constatées sur les marchés monétaires des principaux pays. Dans le même temps, les taux à long terme ont connu une hausse sensible en Europe.

Les taux courts interbancaires se sont nettement redressés tant aux États-Unis qu'en Europe principalement en raison de l'attente d'un resserrement général des politiques monétaires en 1995. Ce mouvement a pu être amplifié dans certains pays par des tensions liées au passage de fin d'année.

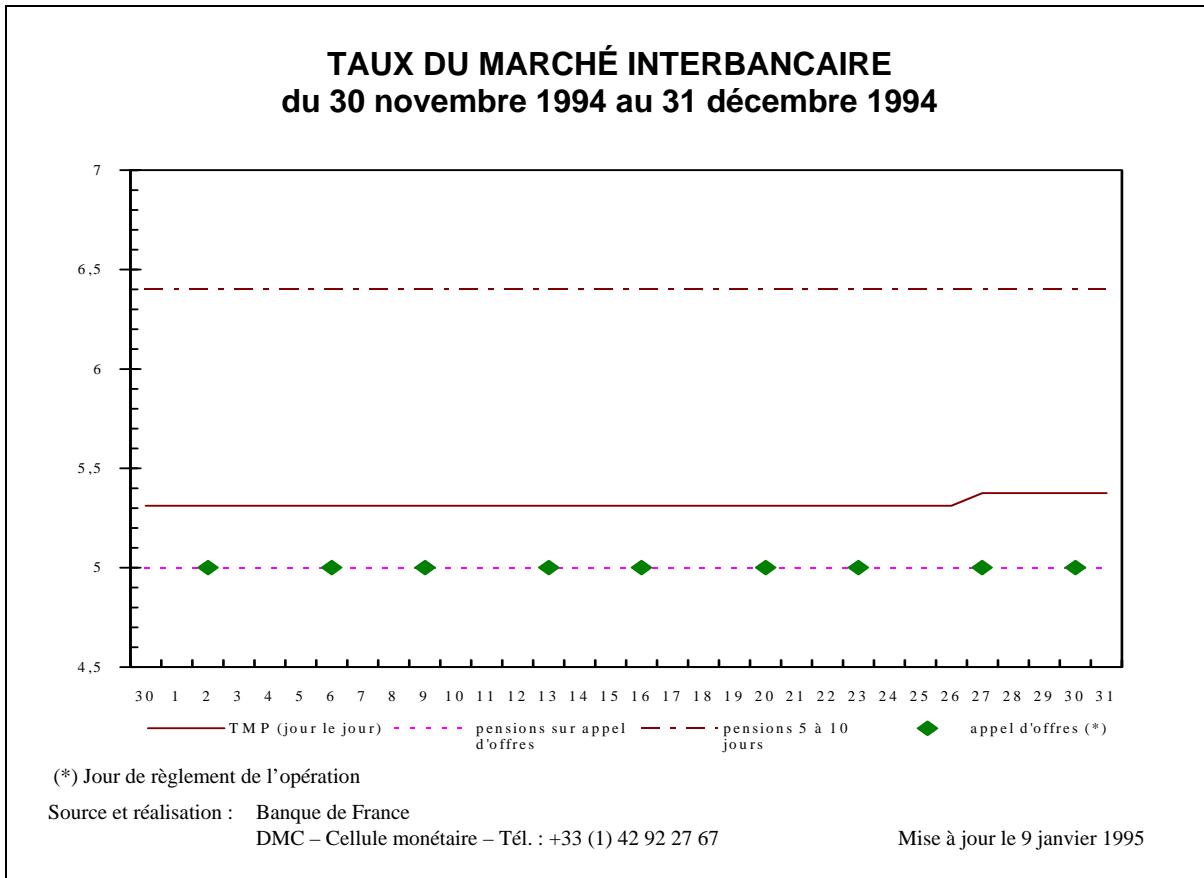
En France, dans un contexte de stabilité des taux à très court terme, la hausse des rendements a été croissante avec les échéances.

Sur les marchés obligataires, la tendance a été inverse de celle du mois précédent, la dégradation générale observée en Europe contrastant avec un mouvement de consolidation aux États-Unis. Compte tenu de la vigueur générale de la reprise économique, les opérateurs paraissent avoir mieux pris en compte les perspectives d'un durcissement des politiques monétaires. Au demeurant, en Europe, les différents marchés ont été inégalement atteints, et dans l'ensemble, ceux dont la devise faisait preuve d'une plus grande stabilité ont mieux résisté.

D'une manière générale, on note un aplatissement des courbes de rendement, les échéances moyennes (2 ans et 5 ans) marquant une hausse nettement plus prononcée que celles à long terme.

S'agissant du franc, le taux des emprunts du gisement est remonté de 7,84 % le 29 novembre à 8,25 % le 30 décembre dans des marchés qui sont restés relativement peu actifs à l'approche de la fin de l'année. L'écart OAT-Bund à 10 ans passe de 50 à 67 centimes d'une fin de mois à l'autre.

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



Stable à 5 5/16 % durant la majeure partie du mois, le loyer de l'argent au jour le jour s'est tendu d'1/16 de point à 5 3/8 % à partir du 27 décembre en raison de l'impact du passage de la fin de l'année.

Le volume des concours de la Banque de France s'est nettement accru, passant de 106,5 milliards de francs le 30 novembre à 229,5 milliards le 30 décembre, les opérations du Trésor ayant fortement restreint la liquidité bancaire au cours des derniers jours de l'année.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 novembre-15 décembre ont atteint 19,1 milliards de francs (dont 12,9 milliards d'encaisses en billets), pour une moyenne requise de 18,7 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Novembr e 1994	Décembre 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-242,4	-245,8	-3,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,0	-6,8	0,2
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	111,4	115,0	3,6
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	6,3	-13,2	-19,5
DIVERS .....	11,9	11,5	-0,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>-119,8</b>	<b>-139,5</b>	<b>-19,5</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	92,4	92,4	0,0
– Autres pensions .....	3,1	17,8	14,7
– Bons du Trésor achetés ferme .....	27,3	29,5	2,2
– Opérations d'escompte net .....	0,6	0,5	-0,1
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-3,6	-0,9	2,7
<b>TOTAL</b> .....	<b>119,8</b>	<b>139,3</b>	<b>19,5</b>

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

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

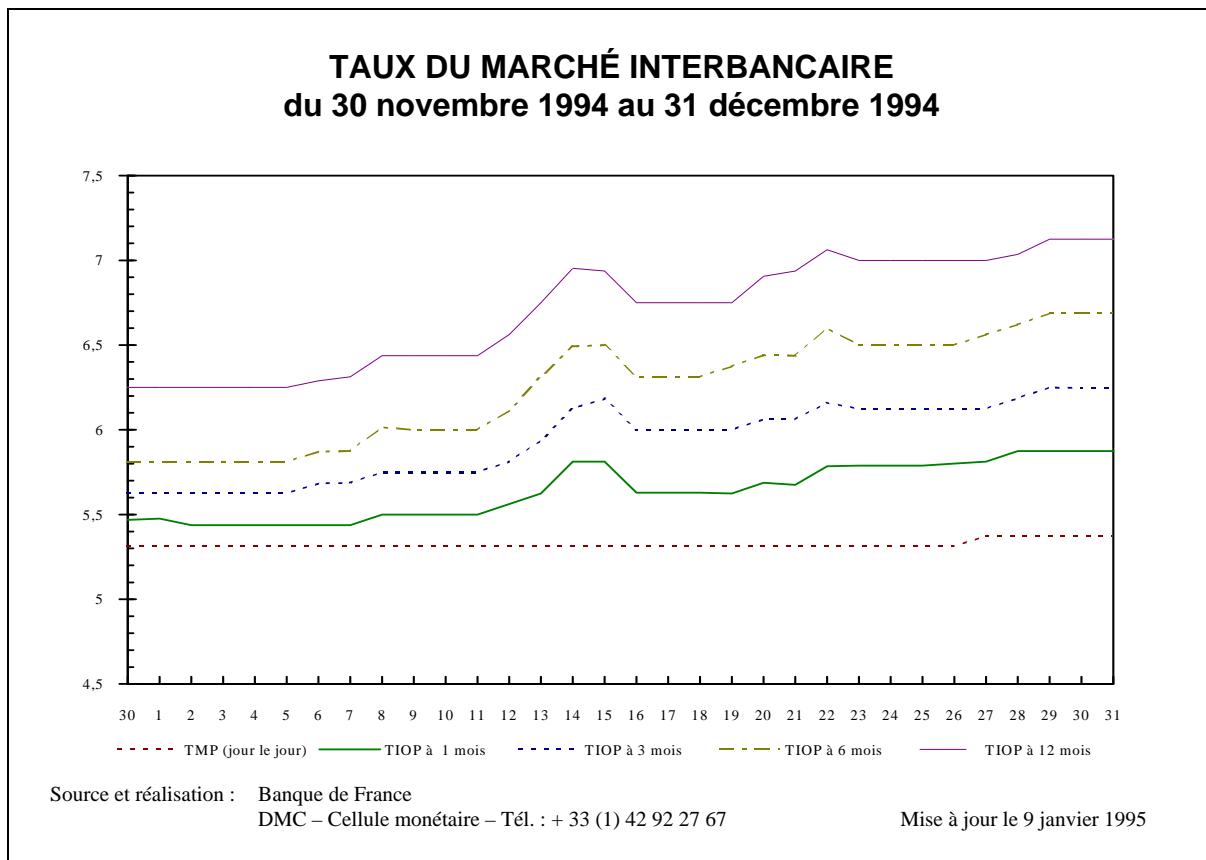
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour 9 janvier 1995

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

Actualité



Les taux interbancaires se sont progressivement tendus à partir du 6 décembre dans le sillage des autres marchés européens.

Les opérateurs ont réagi aux mesures de resserrement monétaire intervenues en Europe : augmentation de 5,75 % à 6,25 % du taux d'intervention de la Banque d'Angleterre le 7 décembre et relèvement de 7,40 % à 7,60 % du taux d'appels d'offres de la Banque de Suède le 13 décembre. Ces décisions, conjuguées aux signes d'une accélération de la reprise économique en France et en Allemagne, ont renforcé les anticipations des opérateurs sur un durcissement probable des politiques monétaires.

De façon secondaire, la tension observée sur les taux courts a également trouvé son origine dans les opérations de fin d'année qui rendent plus difficiles la satisfaction des besoins d'emprunt des établissements de crédit.

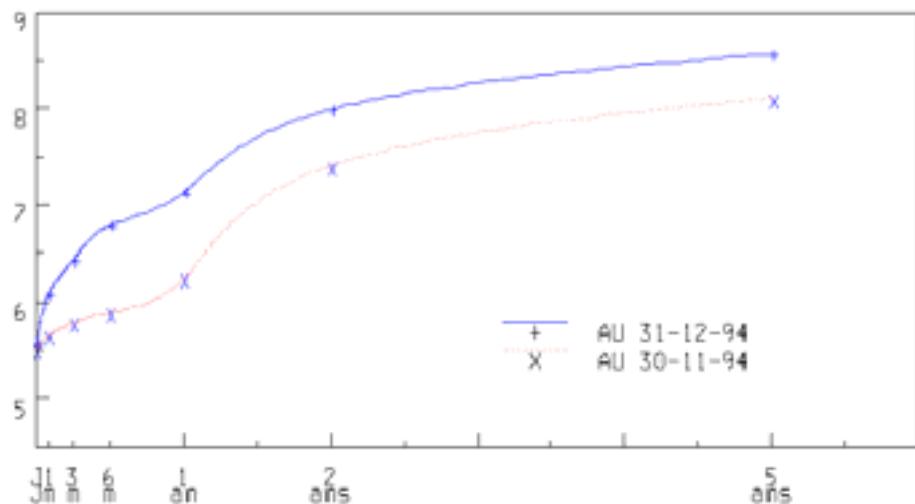
Les taux interbancaires français ont suivi et parfois accentué ce mouvement général de remontée des rendements courts en Europe. Ils ont enregistré d'une fin de mois à l'autre une hausse croissante selon les échéances jusqu'au niveau des durées six mois et un an. De ce fait, les écarts de rendement avec l'Allemagne ont marqué une hausse générale (90 centimes sur la durée de trois mois, contre une trentaine un mois plus tôt).

## ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 novembre 1994	31 décembre 1994	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,4688	5,8750	0,4062
TIOP à 3 mois.....	5,6250	6,2461	0,6211
TIOP à 6 mois.....	5,8125	6,6875	0,8750
TIOP à 1 an.....	6,2500	7,1250	0,8750
Taux à 2 ans.....	7,4000	7,9900	0,5900
Taux à 5 ans.....	8,1100	8,5700	0,4600

Ces évolutions ont entraîné une nette accentuation de la pente de la courbe des taux du marché interbancaire jusqu'à l'horizon de six mois.

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

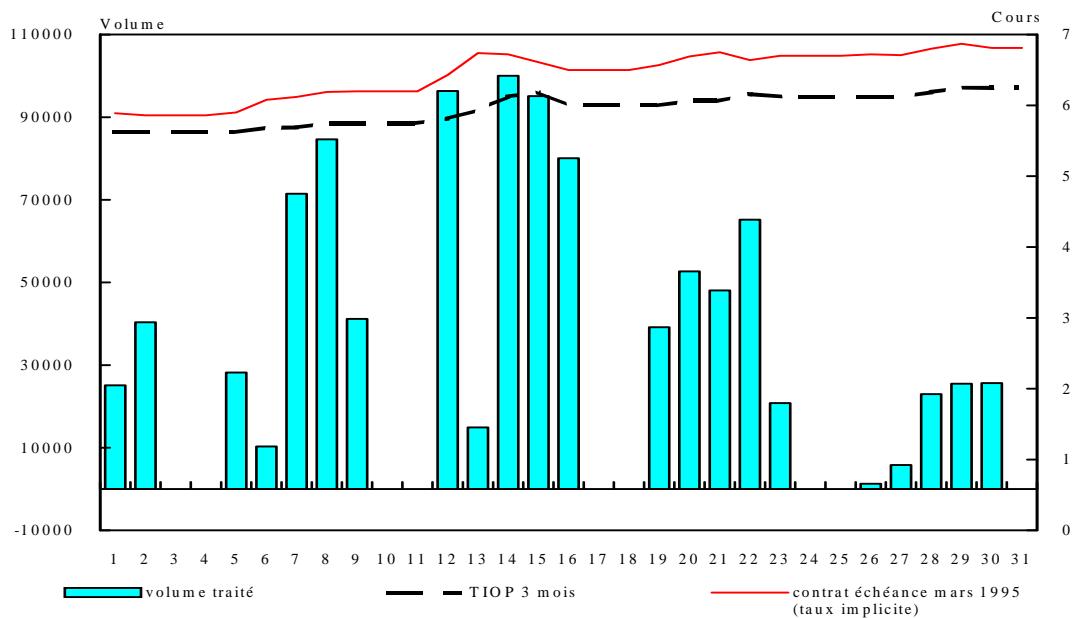


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 13 janvier 1995

Sur le Matif, les taux implicites des contrats Pibor 3 mois ont marqué une hausse d'ampleur nettement supérieure à celle observée sur le taux à trois mois au comptant (+ 88 centimes sur mars 1995, + 78 centimes sur juin 1995, et + 67 centimes sur septembre 1995). Dans le même temps, les écarts de taux implicites entre les contrats Pibor et Eurodem 3 mois enregistraient un sensible élargissement d'une fin de mois à l'autre (de 59 à 122 centimes sur mars, 68 à 113 centimes sur juin, et 66 à 97 centimes sur septembre). Comme il est habituellement observé, le marché à terme a surréagi au mouvement de remontée des taux courts au comptant et à l'élargissement corrélatif des écarts avec notre principal partenaire.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS  
du 30 novembre 1994 au 31 décembre 1994**



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

Mise à jour le 9 janvier 1995

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### *Adjudications*

Au cours du mois de décembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 80,1 milliards de bons à taux fixe en francs (17,8 milliards de BTAN et 62,3 milliards de BTF).

L'encours total de bons en circulation enregistre un très léger repli : 898,9 milliards de bons en francs le 30 décembre, contre 908,4 milliards le mois précédent ; 4,2 milliards de bons en écus, sans changement par rapport à fin novembre.

## LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumissions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuarial annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
5 déc. 1994	BTF	13 sem.	34 900	18 010	0	5,39	5,41	5,59	5,82
5 déc. 1994	BTF	52 sem.	13 182	3 001	12	5,98	6,00	6,08	6,29
12 déc. 1994	BTF	13 sem.	29 977	20 006	43	5,66	5,69	5,88	6,02
12 déc. 1994	BTF	26 sem.	10 571	3 008	21	5,95	5,97	6,13	6,30
15 déc. 1994	BTAN 9 %	2 ans	17 438	6 848	0	98,62	98,58	7,35	7,92
15 déc. 1994	BTAN 9 %	5 ans	22 828	10 978	0	96,63	96,56	7,87	8,34
19 déc. 1994	BTF	13 sem.	19 330	5 005	0	5,80	5,81	6,02	6,22
19 déc. 1994	BTF	50 sem.	6 700	4 002	0	6,50	6,53	6,63	6,70
26 déc. 1994	BTF	13 sem.	20 196	5 084	125	5,89	5,91	6,13	6,35
26 déc. 1994	BTF	28 sem.	10 950	4 195	193	6,39	6,41	6,60	6,70

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

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

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

Mise à jour le 9 janvier 1995

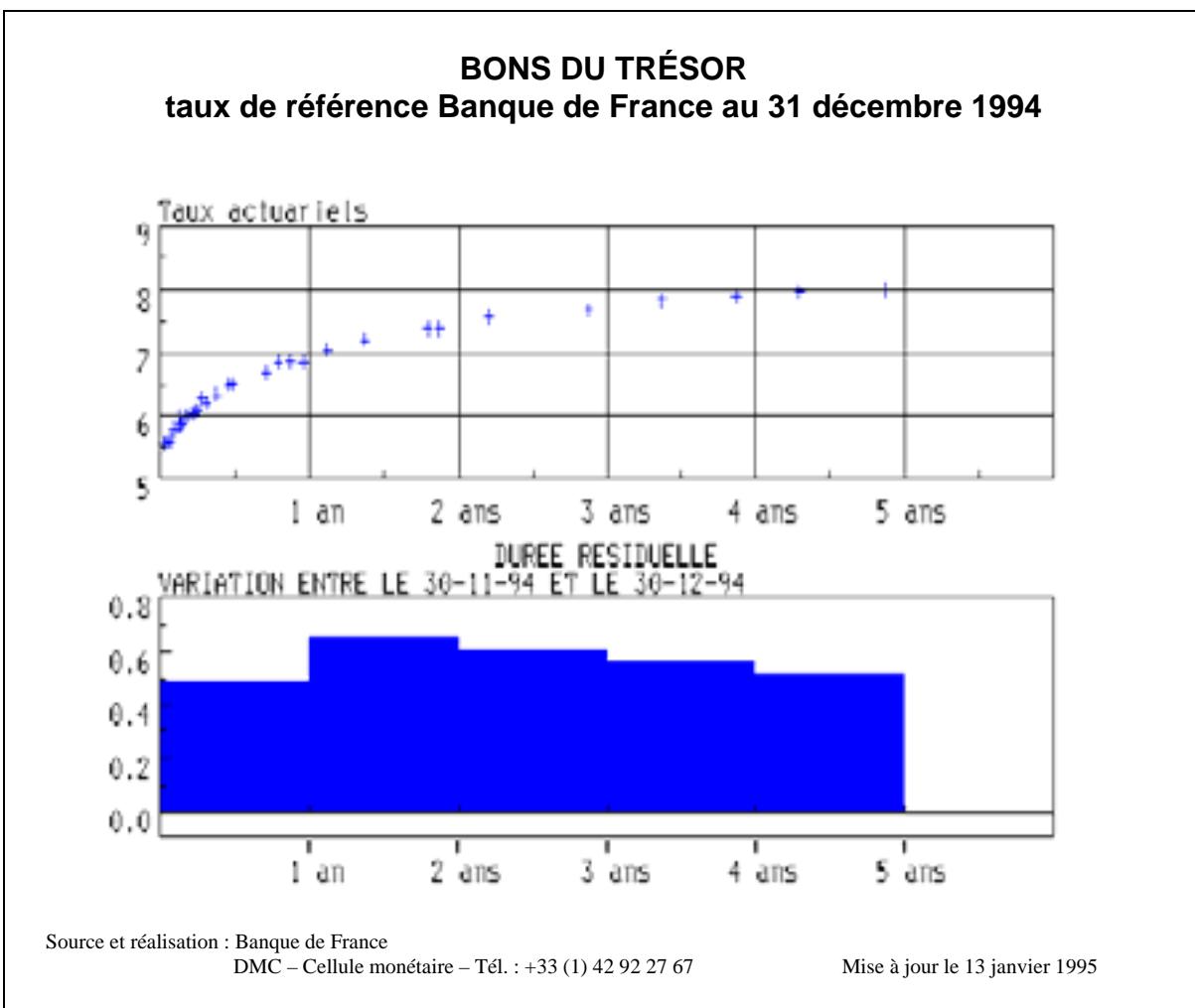
Sur les BTF 13 semaines, les taux à l'émission sont en hausse (54 centimes le 26 décembre par rapport à l'adjudication du 5 décembre).

En ce qui concerne les BTAN en francs émis le 15 décembre, on note une remontée de 40 centimes des taux à l'émission sur la tranche à deux ans et de 12 centimes sur celle à cinq ans par rapport à la précédente émission intervenue le 17 novembre.

**Marché secondaire**

Au cours du mois de décembre, les rendements des bons du Trésor se sont sensiblement tendus. Le mouvement apparaissant plus marqué sur les échéances intermédiaires entre six mois et deux ans, la courbe des taux s'est aplatie sur le segment au-delà d'un an.

L'activité est demeurée sans grand relief sur le compartiment des BTF, le volume étant plus étouffé sur les BTAN.

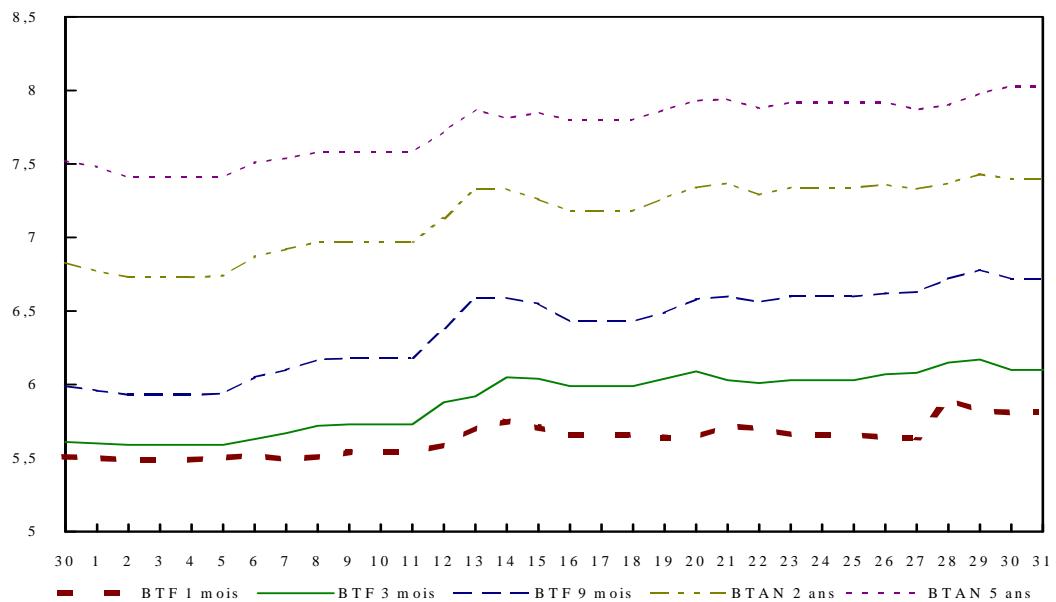


Sur l'ensemble de la période, la tension sur les taux des BTF courts, jusqu'à 3 mois, est restée limitée à moins de 5 centimes, les échéances les plus courtes ayant fait l'objet d'un courant acheteur, traditionnel en cette période d'habillage de bilans de fin d'année.

En revanche, sur les BTF au-delà de 3 mois et sur les BTAN courts, les rendements ont vivement progressé, affectés par la détérioration de l'ensemble du comportement à court terme, notamment la vive baisse des cours du contrat Pibor : la hausse atteint 65 points de base sur les bons à six mois, 70 points de base sur l'échéance un an et 60 points de base sur le deux ans.

Sur les échéances postérieures à deux ans, la dégradation est de moindre ampleur, l'effet de la résistance du marché obligataire limitant l'impact des tensions sur ce segment. Les rendements progressent de 60 centimes sur les échéances autour de 3 ans et 50 centimes sur les maturités jusqu'à 5 ans.

### TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 novembre 1994 au 31 décembre 1994



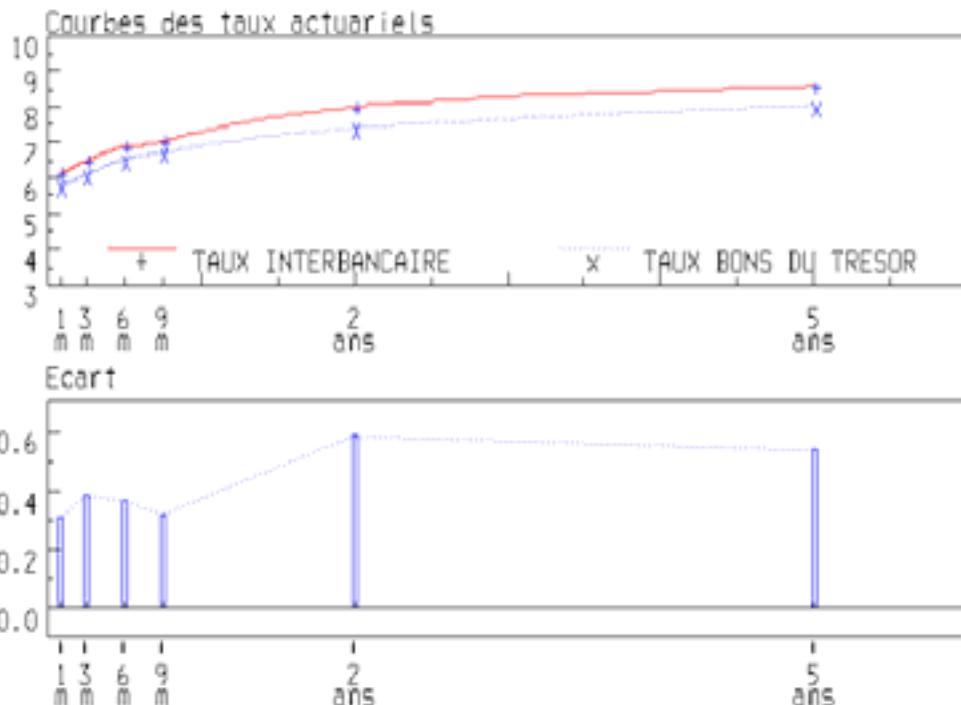
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 9 janvier 1995

L'aplatissement de la partie intermédiaire de la courbe des taux se marque par une réduction de 70 à 60 points de base de l'écart entre le deux ans et le cinq ans.

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

au 31 décembre 1994



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

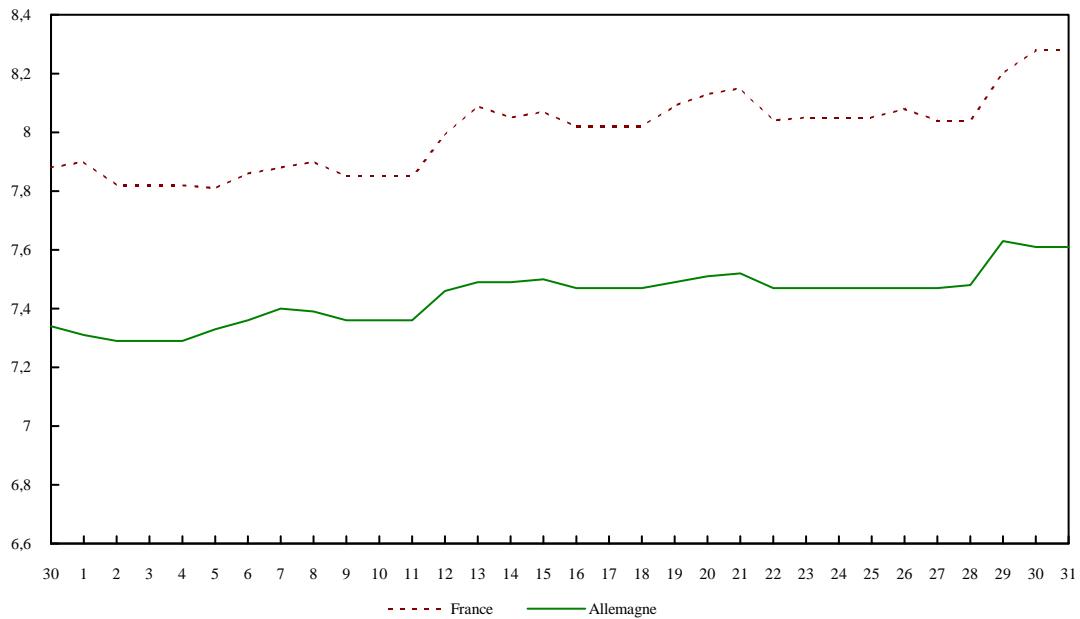
Mise à jour le 13 janvier 1995

Les écarts de rendements entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire se sont élargis sur les échéances jusqu'à 9 mois, passant de 20 points de base en moyenne à 30-40 points de base. Ce mouvement traduit la demande sur les échéances courtes de BTF dans le cadre du passage de fin d'année. Au-delà de 9 mois, l'écart ne connaît pas d'évolution notable.

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

Sur l'ensemble du mois de décembre, le marché obligataire français et le Matif notionnel ont subi une dégradation sensible sous l'effet des interrogations croissantes sur le resserrement des politiques monétaires en Europe ainsi que celles suscitées par le décalage à la hausse du compartiment court terme de la courbe des taux français.

## ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 30 novembre 1994 au 31 décembre 1994



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

Source et réalisation : Banque de France

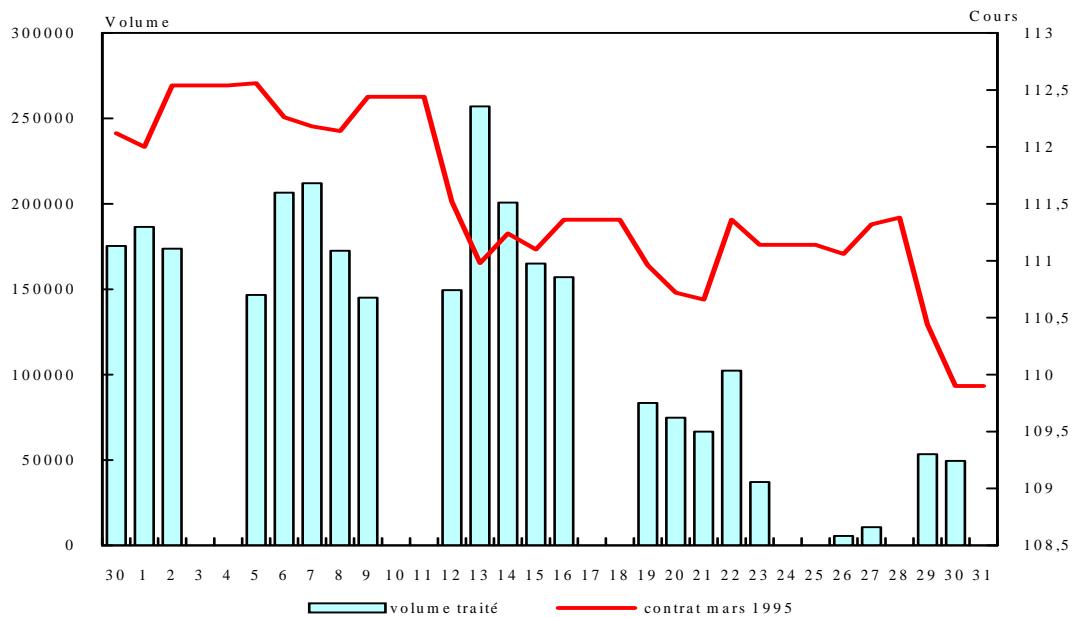
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 9 janvier 1995

Sur la période, le rendement de l'emprunt phare français s'est tendu de 40 points de base, atteignant en fin d'année un niveau de 8,28 % et l'échéance mars du contrat notionnel sur le Matif s'est repliée de 220 points de base. L'écart OAT-Bund, qui était redescendu autour d'un niveau de 50 points de base à la fin du mois de novembre, s'est établi à 67 points de base en fin de mois.

Cette tendance d'ensemble masque des évolutions contrastées : les premiers jours du mois de décembre ont été marqués par une consolidation de l'orientation haussière de la fin du mois de novembre. Puis les taux longs ont connu un effritement progressif qui s'est nettement amplifié à partir du 12 décembre. La révision à la hausse des chiffres de la croissance en Allemagne (1,5 % au troisième trimestre, 2,4 % en glissement annuel) ravivait les craintes d'une hausse des taux courts en Europe à un horizon plus rapproché que celui anticipé précédemment par les opérateurs. En outre, le marché a été affecté par les incertitudes relatives à l'issue de l'élection présidentielle. Toutefois, la publication le 14 décembre d'un indice des prix de détail conforme aux attentes des opérateurs renforçait l'anticipation d'une stabilité, à très court terme, de la politique monétaire américaine, et contribuait à apaiser les tensions.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF  
du 30 novembre 1994 au 31 décembre 1994**

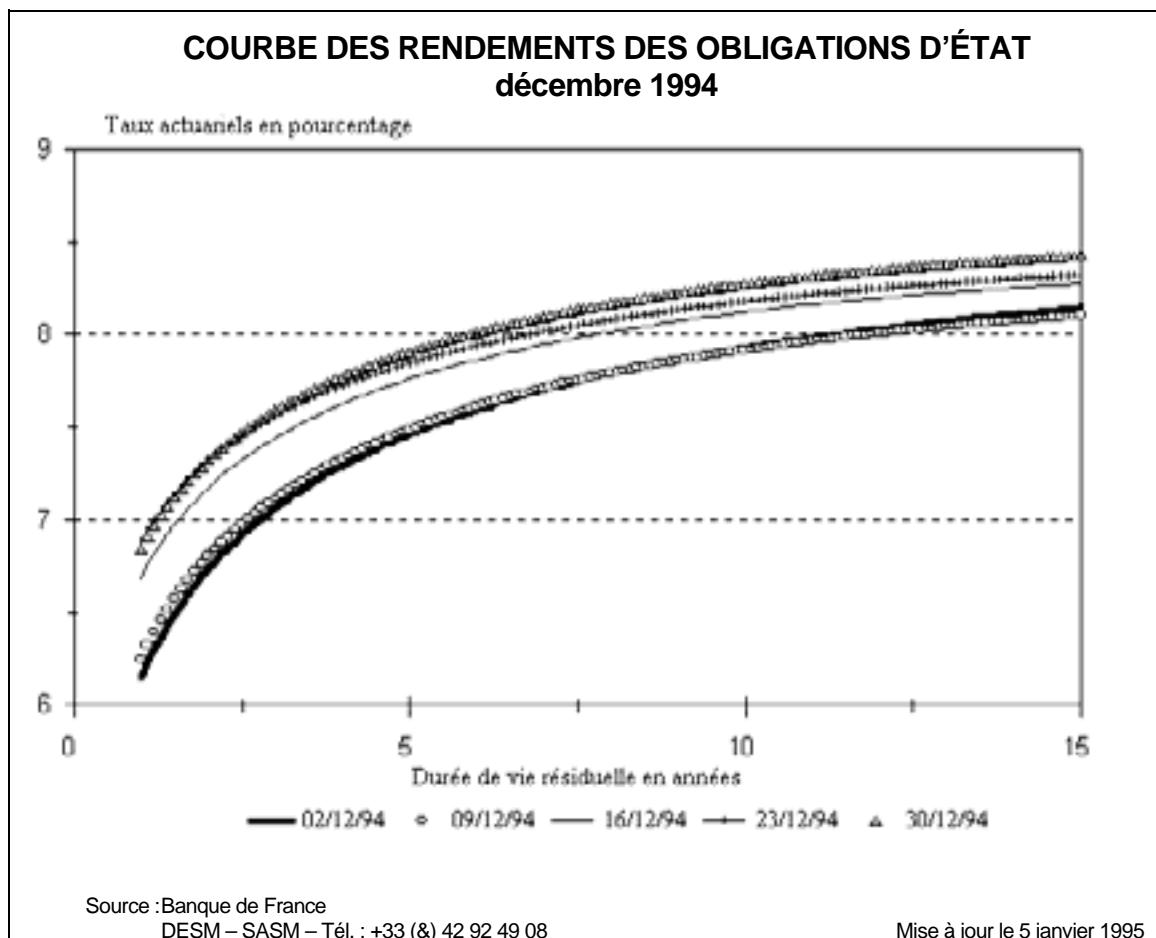


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 9 janvier 1995

La période du 21 au 28 décembre a été ensuite marquée par une stabilisation des cours sur le marché obligataire français, dans un contexte de très faible activité, que ce soit sur le marché au comptant ou sur les marchés dérivés (53 700 contrats échangés en moyenne pendant la seconde quinzaine sur le contrat notionnel, contre plus de 180 000 en moyenne pour la première partie du mois).

Les deux dernières séances de l'année, en recul significatif dans des volumes d'échange pourtant très limités, poussaient cependant le rendement de l'emprunt phare à 10 ans de nouveau à la hausse, à des niveaux proches de ceux constatés début novembre (8,28 %).



Cette dégradation du marché obligataire sur l'ensemble du mois de décembre s'est accompagnée d'un mouvement d'aplatissement qui a prolongé la tendance observée au cours du mois précédent. L'écart entre les taux à deux ans et dix ans s'est aussi réduit de 24 points de base (de 105 à 81 points de base) par rapport à la fin novembre.

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

(arrêtée au 10 janvier)

Les taux de court terme interbancaire ont amorcé un repli dès les premiers jours de l'année, sans toutefois annuler l'ensemble de la hausse intervenue durant le mois de décembre. La persistance de tensions sur les marchés de change (le deutschemark a continué de se raffermir vis-à-vis de l'ensemble des monnaies européennes) ainsi que les perspectives d'un durcissement général des politiques monétaires en Europe (la Banque d'Espagne a relevé de 65 points de base son principal taux d'intervention de 7,35 % à 8,00 % le 4 janvier) ont continué de peser sur la tendance. Les écarts de taux courts avec l'Allemagne, bien qu'en légère réduction, ont continué de se situer nettement au-dessus des niveaux constatés début décembre.

Les marchés obligataires ont continué d'être défavorablement orientés au début de 1995. Mais ils se sont nettement améliorés à partir du 10, après l'annonce d'un indice des prix à la production aux États-Unis pour décembre (0,2 %) conforme aux attentes et d'un certain reflux du deutschemark vis-à-vis des autres monnaies du SME. Au total, l'indice des emprunts du gisement enregistre une faible progression, de 8,25 % le 30 décembre à 8,26 % le 10 janvier, dans un marché caractérisé par de très faibles volumes d'activité (de 8,28 % à 8,30 % pour l'emprunt phare à 10 ans).

## 5.2. Les émissions

Au cours du mois, les encours de titres de créances négociables ont suivi des évolutions différencierées selon les instruments. À la stabilité de l'encours des bons des institutions et des sociétés financières (BISF) et à la faible progression des bons à moyen terme négociables (BMTN) a fait pendant un net repli de l'encours des billets de trésorerie (BT) et des certificats de dépôt (CDN), en partie lié aux opérations d'ajustement de bilan de fin d'année. Au total, l'encours global accuse aussi une baisse sensible.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité, qui avait connu une reprise régulière depuis le mois de septembre, a sensiblement fléchi en décembre, notamment sur le marché de l'eurofranc.

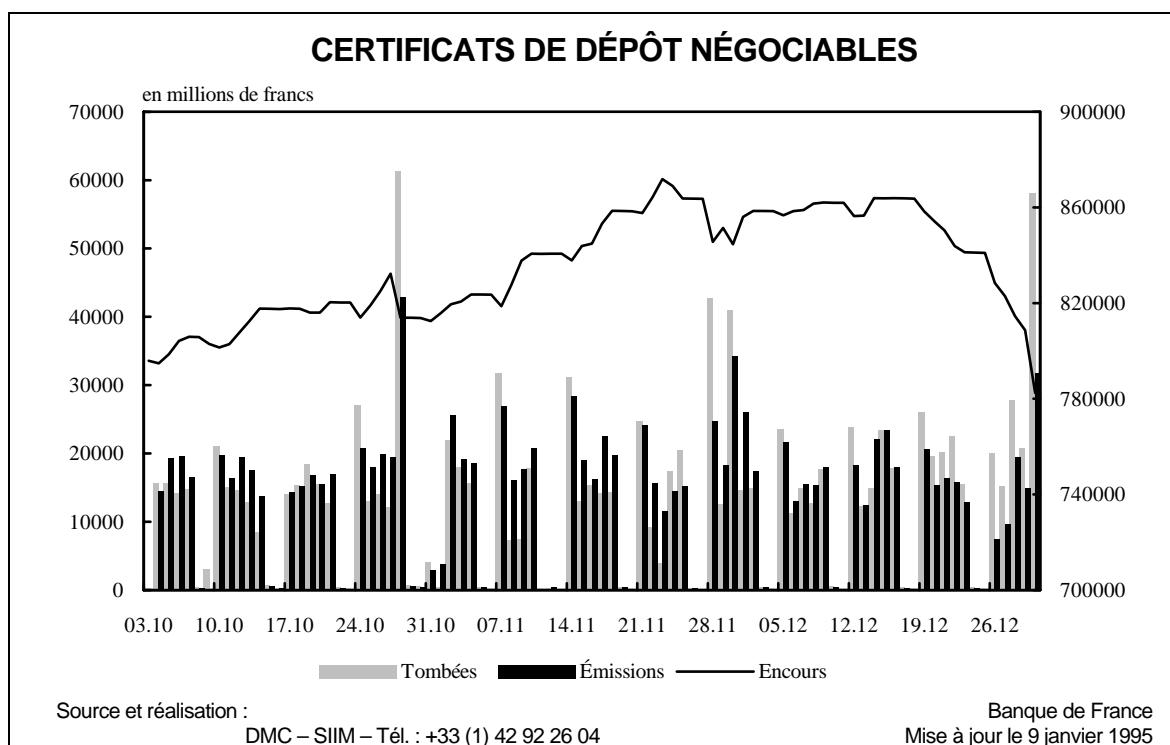
### 5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

#### ***Certificats de dépôt (CDN)***

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 782,0 milliards de francs le 30 décembre, contre 844,6 milliards le 30 novembre et 812,5 milliards le 31 octobre.

Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 30 décembre ont atteint 386,5 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 414,3 milliards en novembre et 403,5 milliards en octobre.

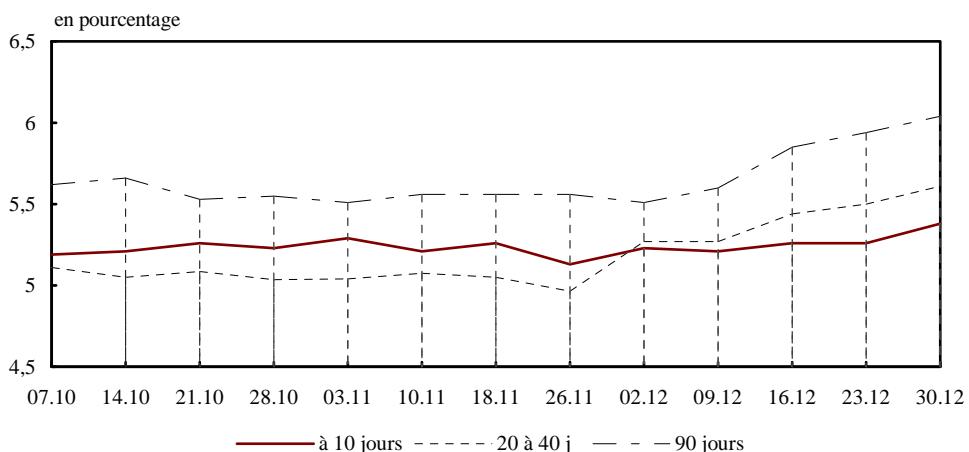
Les hausses d'encours les plus importantes entre fin novembre et le 30 décembre concernent la Banque nationale de Paris (+ 9,6 milliards de francs), la Caisse nationale de Crédit agricole (+ 4,6 milliards) et la Caisse régionale de Crédit agricole et mutuel du Sud-Est (+ 1,9 milliard). Pour la même période, douze émetteurs ont enregistré une diminution de leur encours supérieure à deux milliards de francs dont la Banque Indosuez (- 15,5 milliards), le Crédit lyonnais (- 6,5 milliards), la Banque française du Commerce extérieur (- 5,1 milliards) et la Banque régionale d'escompte et de dépôts (- 4,6 milliards).



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 400 le 30 décembre 1994.

	(en pourcentage)			
	5 au 9 décembre	12 au 16 décembre	19 au 23 décembre	26 au 30 décembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	5,21	5,26	5,26	5,38
Certificats à 30 jours (moyenne).....	5,27	5,44	5,49	5,61
Certificats à 90 jours (moyenne).....	5,60	5,85	5,93	6,04
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	4,75	4,70	4,70	4,90
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	5,41	5,41	5,75	5,80

### 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

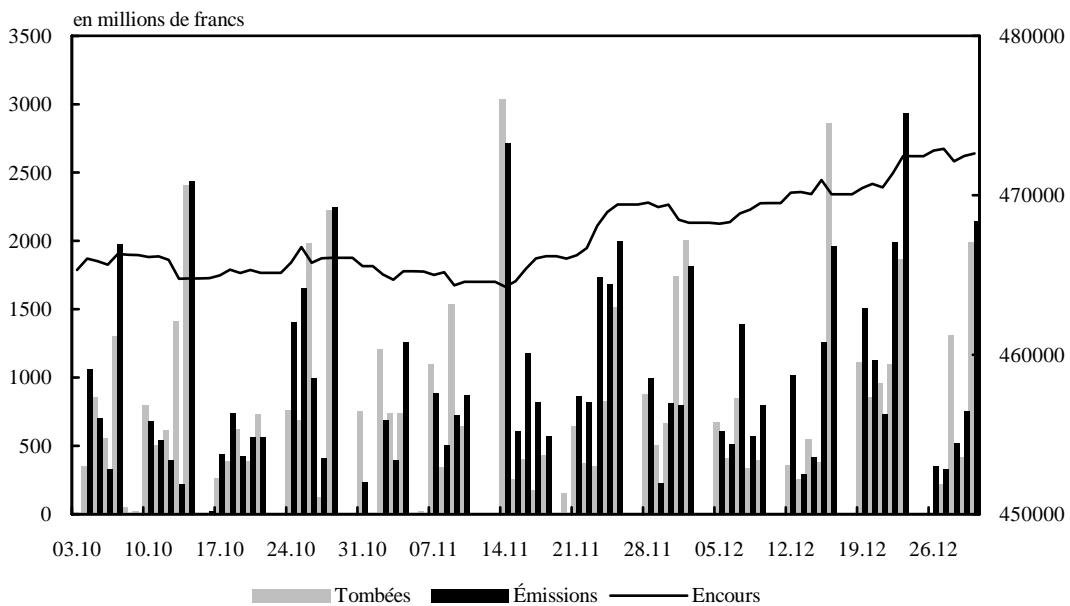
Mise à jour le 9 janvier 1995

### Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 472,7 milliards de francs le 30 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 469,4 milliards le 30 novembre et 465,6 milliards le 31 octobre.

Les émissions se sont élevées à 23,9 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 30 décembre, contre 20,4 milliards en novembre et 18,9 milliards en octobre.

Enfin, 205 émetteurs avaient un encours en gestion au 30 décembre, contre 196 à fin novembre et 184 fin septembre.

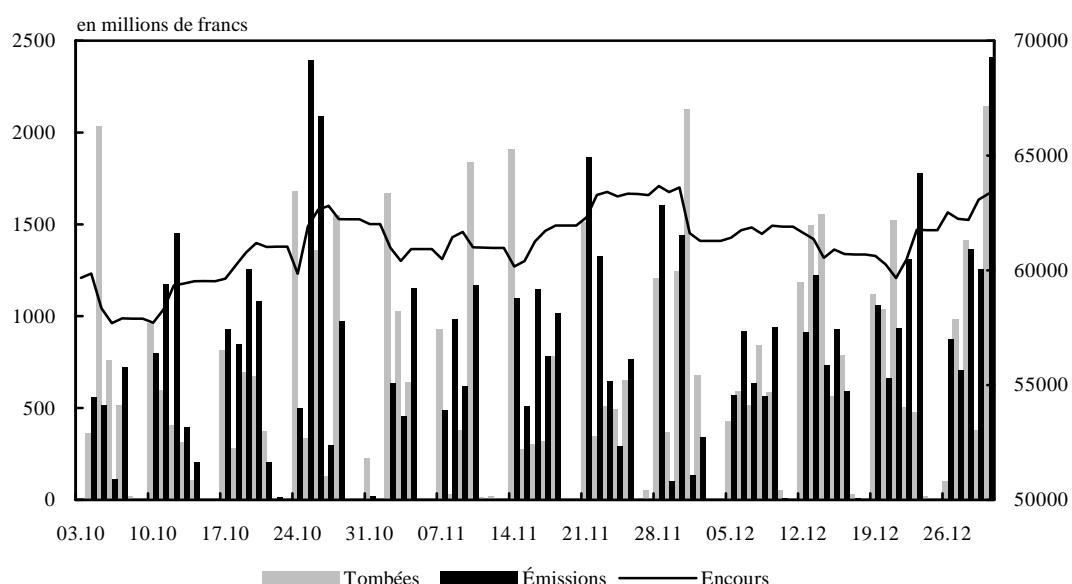
**BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES**

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

Mise à jour le 9 janvier 1995

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

L'encours de ces bons se montait à 63,3 milliards de francs le 30 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 63,6 milliards le 30 novembre et 62,0 milliards le 31 octobre.

**BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES**

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

Mise à jour le 9 janvier 1995

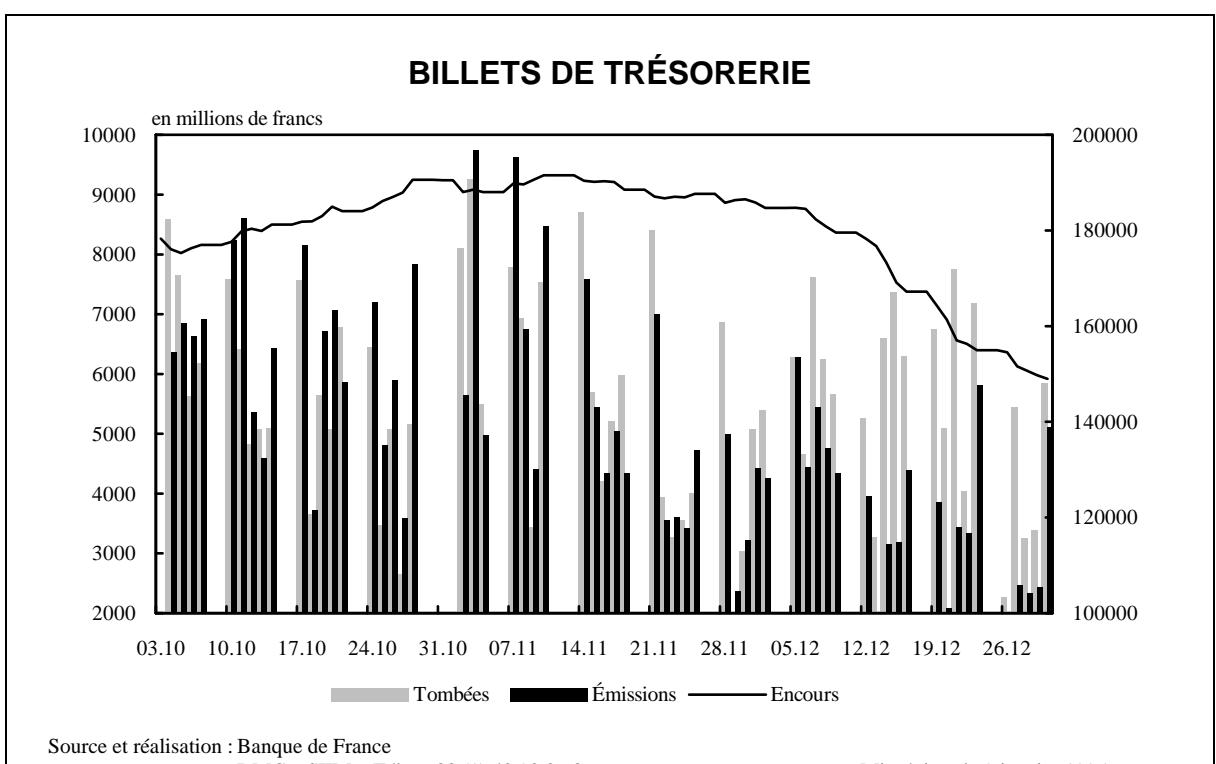
**Billets de trésorerie (BT)**

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 149,0 milliards de francs le 30 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 186,5 milliards le 30 novembre et 190,5 milliards le 31 octobre.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 30 décembre a atteint 83,1 milliards de francs, contre 109,2 milliards en novembre et 127,8 milliards en octobre (respectivement 120,6 milliards de francs, contre 113,2 milliards et 119,1 milliards pour les tombées).

Les hausses d'encours les plus vives entre le 30 novembre et le 30 décembre ont été observées à la SNC commerciale Kléber (+ 2,3 milliards de francs), la SNCF (+ 1,5 milliard) et Gaz de France (+ 1,1 milliard).

Dans le même temps, douze émetteurs ont réduit leur encours de plus d'un milliard de francs dont, pour les variations les plus fortes : Rhône-Poulenc (- 4,2 milliards de francs), Total CFP (- 4,1 milliards), Thomson (- 3,1 milliards), la Compagnie générale des Eaux (- 2,6 milliards) et Usinor-Sacilor (- 2,1 milliards).

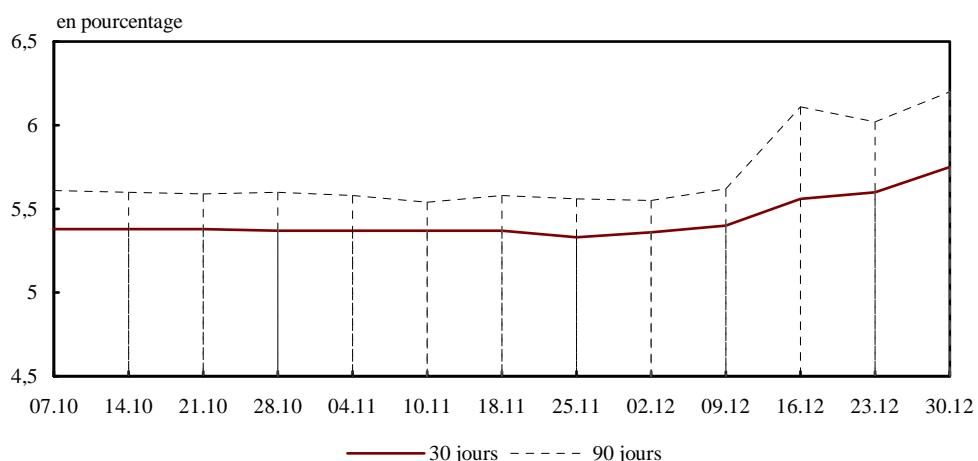


Le 30 décembre, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 96 ; 39 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 52,5 % de l'encours global.

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

(en pourcentage)

		5 au 9 décembre	12 au 16 décembre	19 au 23 décembre	26 au 30 décembre
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,28	5,36	5,45	5,58
	Plus haut	5,52	6,00	5,84	5,88
Tiop à un mois	Plus bas	5,44	5,56	5,63	5,80
	Plus haut	5,50	5,81	5,79	5,88

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

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

Mise à jour le 9 janvier 1995

**Répartition par catégorie de détenteurs**

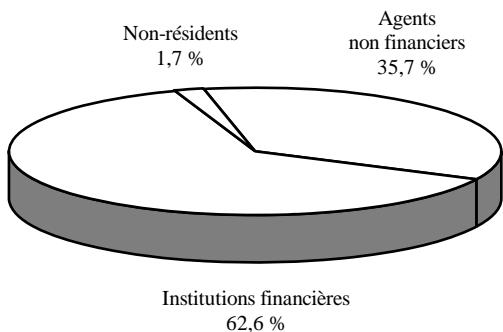
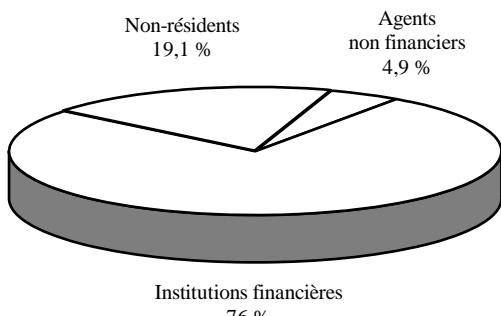
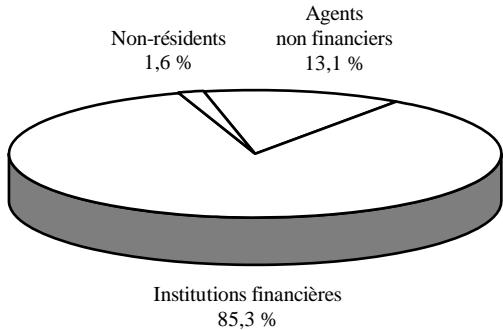
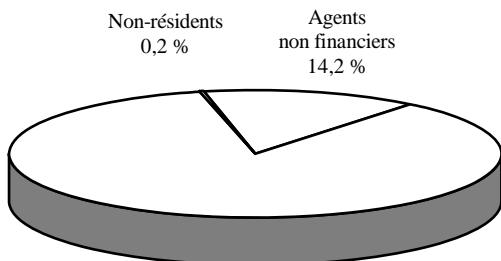
(statistiques à fin novembre 1994)

L'encours global des titres de créances négociables s'est accru de 34,6 milliards de francs et s'établit à 2 502 milliards, sous l'effet de la progression du montant des certificats de dépôt (+ 32,9 milliards de francs à fin novembre).

La part de détention des agents non financiers résidents s'est renforcée sur les bons du Trésor (+ 0,3 point) et les billets de trésorerie (+ 0,4 point), pour se réduire sur les certificats de dépôt (- 0,9 point).

La position des institutions financières s'est accrue sur les certificats de dépôt (+ 1,0 point) mais s'est contractée sur les bons du Trésor (- 0,6 point).

La part de détention des non-résidents s'est légèrement accentuée sur les bons du Trésor (+ 0,3 point).

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

### 5.2.2. Les Sicav

L'encours de l'ensemble des Sicav a progressé de 7,4 milliards de francs et s'établit à 1 870,1 milliards à fin novembre. Les rachats nets se sont réduits par rapport aux mois précédents (- 12,5 milliards de francs, après - 28,2 milliards à fin septembre et - 30,6 milliards à fin octobre), mais ils atteignent 123 milliards de francs depuis le début de l'année. Cette décollecte reste essentiellement concentrée sur les organismes monétaires et obligataires (respectivement - 80,4 milliards de francs et - 61,4 milliards).

L'actif net des Sicav monétaires a faiblement progressé (+ 2,9 milliards de francs) et atteint 1 038 milliards de francs. Les rachats nets ont été limités par rapport aux mois précédents (- 4,7 milliards de francs, contre respectivement - 12,6 milliards et - 26,5 milliards en septembre et octobre).

L'actif net des Sicav « obligations et titres de créances » a peu varié (516,1 milliards de francs, contre 516,6 milliards), l'effet « performance » ayant pratiquement compensé l'impact dû aux rachats nets (- 6,3 milliards de francs).

L'encours des Sicav actions est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 182,7 milliards de francs à 186,5 milliards. Pour le troisième mois consécutif, les retraits sont très légèrement supérieurs aux souscriptions (- 0,8 milliard de francs).

L'actif net des Sicav diversifiées s'est élevé à 128 milliards de francs (après 126,9 milliards en octobre). Le mouvement de dégagements observé depuis mars tend progressivement à annuler le solde net positif des deux premiers mois de l'année.

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

(en milliards de francs)

Sicav	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	1993	1994		
		Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
		1 060,9	1 052,4 -12,6 -59,2	1 035,1 -16,5 -75,7	1 038,0 -4,7 -80,4
Sicav obligations	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	619,4	536,0 -14,0 -43,3	516,6 -11,7 -55,0	516,1 -6,3 -61,4
Sicav actions	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	193,3	188,7 -0,6 20,0	182,7 -1,1 18,9	186,5 -0,8 18,1
Sicav diversifiées	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	137,0	129,4 -0,9 2,5	126,9 -1,2 1,2	128,0 -0,7 0,6
Sicav garanties	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	1,4	1,4 0,0 0,1	1,4 0,0 0,1	1,5 0,1 0,1
Total Sicav	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	2 012,0	1 907,9 -28,2 -80,0	1 862,7 -30,6 -110,5	1 870,1 -12,5 -123,0

(a) Données brutes

Source : Commission des opérations de bourse / Fininfo

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 28 décembre 1994

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en décembre

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

(cotées à la Bourse de Paris)

La volatilité persistante des marchés de taux incite les émetteurs comme les investisseurs à la prudence. La hausse des taux d'intérêt à long terme, qui s'est poursuivie jusqu'en novembre, a sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées en 1994, tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières.

Après avoir enregistré une amélioration régulière au cours des trois derniers mois, l'activité a fléchi sensiblement en décembre, notamment sur le marché de l'eurofranc, les différents compartiments ayant respecté la traditionnelle pause de fin d'année.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue n'ont ainsi atteint que 36 milliards de francs, contre 52 milliards en novembre et 42 milliards en octobre. Pour mémoire, la moyenne mensuelle des émissions (hors grand emprunt d'État) s'établissait à 52 milliards en 1993. Plus de 90 % des titres ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>								
				<b>ventilation par marché</b>				
				<b>En date de règlement</b>	<b>Nettes</b>			
Novembre 1994	Décembre 1994	Année 1994	Année 1993		Novembre 1994	Décembre 1994	Année 1994	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
25,1	23,8	261,5	360,2	État	23,0	23,8	195,1	304,0
9,4	7,2	66,9	114,1	Établissements de crédit et assimilés	2,7	3,8	-17,0	11,9
2,0	1,1	44,4	48,2	Sociétés non financières	-1,9	-2,0	6,1	12,3
—	0,8	24,6	4,1	Autres émetteurs résidents	-0,6	0,6	19,0	-0,5
<b>36,5</b>	<b>32,8</b>	<b>397,5</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>23,2</b>	<b>26,2</b>	<b>203,3</b>	<b>327,8</b>
—	—	5,0	—	<b>Non-résidents</b>	—	—	3,7	-1,5
<b>36,5</b>	<b>32,8</b>	<b>402,5</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>23,2</b>	<b>26,2</b>	<b>206,9</b>	<b>326,3</b>
1,7	—	8,7	16,4	dont émissions en écus (b)	1,7	—	6,5	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
—	—	—	—	État	—	—	—	—
4,0	—	46,3	79,9	Établissements de crédit et assimilés	4,0	-1,3	32,1	65,5
1,0	0,4	14,4	43,7	Sociétés non financières	1,0	0,4	11,9	42,9
—	—	0,8	4,9	Autres émetteurs résidents	—	—	0,5	4,9
<b>5,0</b>	<b>0,4</b>	<b>61,6</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>44,5</b>	<b>113,3</b>
<b>10,6</b>	<b>2,7</b>	<b>78,7</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>10,6</b>	<b>2,7</b>	<b>67,9</b>	<b>72,0</b>
<b>15,6</b>	<b>3,1</b>	<b>140,3</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>15,6</b>	<b>1,8</b>	<b>112,4</b>	<b>185,2</b>
—	—	5,0	—	dont émissions en écus	—	-1,3	-4,3	-2,5
—	—	4,3	—	dont émissions en écus des résidents	—	-1,3	—	-2,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)								
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.								
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09								
Mise à jour le 5 janvier 1995								

La **collecte des résidents** est ressortie à 33 milliards de francs (42 milliards en novembre), soit plus de 92 % des émissions réglées en décembre.

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>							
<b>ventilation par devise</b>							
				(en milliards de francs)			
Brutes				Nettes			
Novembre 1994	Décembre 1994	Année 1994	Année 1993	En date de règlement			
				<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>			
23,4	23,8	252,8	343,8	État	21,3	23,8	188,6
13,4	7,2	108,9	194,0	Établissements de crédit et assimilés	6,7	3,9	14,8
3,0	1,5	58,9	91,9	Sociétés non financières	-0,8	-1,6	18,0
-	0,8	25,4	9,0	Autres émetteurs résidents	-0,6	0,6	19,9
<b>39,8</b>	<b>33,2</b>	<b>446,1</b>	<b>638,8</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>26,6</b>	<b>26,6</b>	<b>241,3</b>
<b>10,6</b>	<b>2,7</b>	<b>83,1</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>10,6</b>	<b>2,7</b>	<b>75,9</b>
<b>50,4</b>	<b>36,0</b>	<b>529,1</b>	<b>718,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>37,2</b>	<b>29,3</b>	<b>317,1</b>
34,7	32,8	393,8	510,2	dont émissions intérieures	21,5	26,2	200,4
34,7	32,8	388,8	510,2	dont émissions intérieures des résidents	21,5	26,2	196,7
				<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>			
1,7	-	8,7	16,4	État	1,7	-	6,5
-	-	4,3	-	Établissements de crédit et assimilés	-	-1,3	0,4
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-2,5
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-0,3
<b>1,7</b>	-	<b>13,0</b>	<b>16,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>6,6</b>
-	-	0,7	-	<b>Non-résidents</b>	-	-	<b>-4,3</b>
<b>1,7</b>	-	<b>13,7</b>	<b>16,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,3</b>
1,7	-	8,7	16,4	dont émissions intérieures	1,7	-	6,5
1,7	-	8,7	16,4	dont émissions intérieures des résidents	1,7	-	6,5

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

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

Mise à jour le 5 janvier 1995

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 23,8 milliards de francs (23,9 milliards en valeur nominale), après 25 milliards en novembre. Ces fonds ont été levés en francs sur deux lignes, l'OAT 7,50 % avril 2005 créée en octobre dernier<sup>1</sup> et l'OAT 8,50 % novembre 2002. Lors de l'adjudication du 1<sup>er</sup> décembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,5 milliards de francs, soit le haut de la fourchette annoncée (18 à 20 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 2,8 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est détendu pour s'établir à 7,94 %, en baisse de 55 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 1<sup>er</sup> au 24 décembre) ont atteint 1,6 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,65 %.

**Hors État**, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur, a atteint 9 milliards de francs (16 milliards en novembre). Les **établissements de crédit** ont recueilli les trois quarts de ce montant, soit 7 milliards de francs (13 milliards en novembre). Les **sociétés non financières** n'ont levé qu'un peu plus de 1 milliard de francs (3 milliards en novembre).

La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, est revenue d'un mois à l'autre de 11 milliards de francs à moins de 3 milliards.

Au terme de l'année écoulée, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 460 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1993 (655 milliards de francs) qui avait enregistré l'effet du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) réglé en juillet.

Globalement, les résidents ont sensiblement réduit en proportion leur appel au compartiment international (un peu plus de 13 % du montant de leurs emprunts en 1994, contre près de 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). En revanche, ils ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 2,8 % du total des émissions en 1994, contre 2,5 % en 1993. Plus des deux tiers (69 %) des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État ont concerné des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % en 1993.

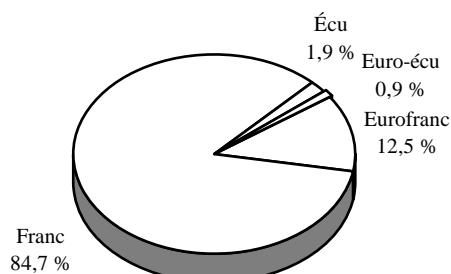
Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec 65 % des émissions brutes), la part de l'État a représenté 57 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1994 par les résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % en 1993 et moins de 40 % en 1992.

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

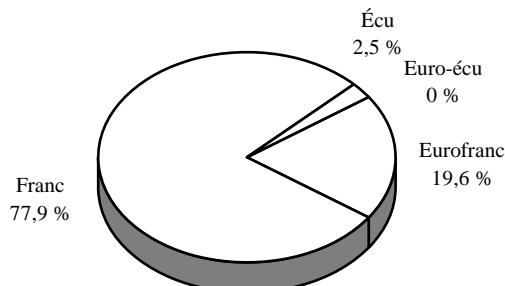
Par un communiqué en date du 16 décembre 1994, le ministère de l'Économie a fait connaître le programme indicatif du financement de l'État pour l'année 1995. Le montant des émissions d'OAT, y compris celles (estimées à 15 milliards de francs) placées auprès des particuliers, devrait être de l'ordre de 250 milliards de francs et celui des émissions de BTAN de l'ordre de 220 milliards de francs. Au total, l'ensemble des émissions sera réduit de 26 milliards de francs par rapport aux réalisations de 1994, cette réduction reflétant la diminution du déficit de la loi de finances. En ce qui concerne le programme de financement en écus, le Trésor a de nouveau privilégié un objectif de régularité. Ainsi, comme en 1994, l'État devrait procéder, dans la mesure du possible, à des adjudications de BTAN ou d'OAT en écus tous les deux mois et profiter du renforcement des clauses du cahier des charges des spécialistes en valeurs du Trésor concernant l'activité sur les titres libellés en écus.

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

Année 1994

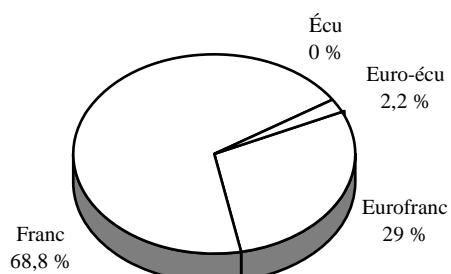


Année 1993

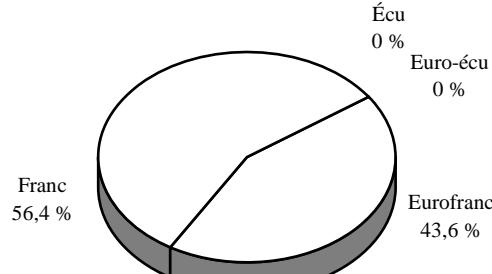


### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (hors État)

Année 1994

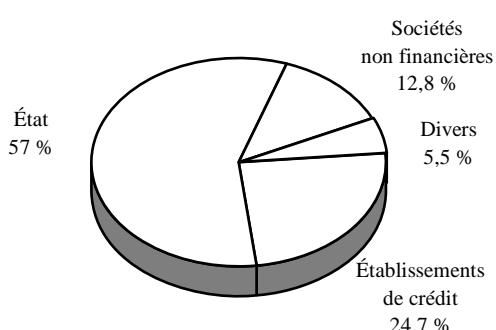


Année 1993

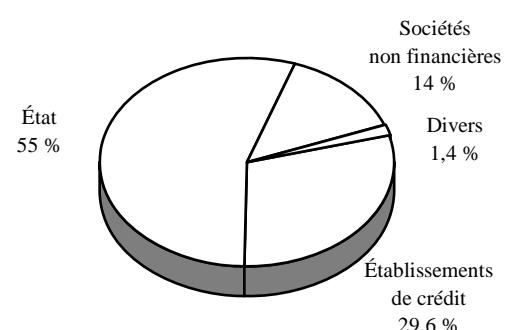


### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

Année 1994



Année 1993



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

Mise à jour le 5 janvier 1995

### 5.2.4. Le marché primaire des actions en novembre

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Octobre 1994	Novembre 1994	11 mois 1994	11 mois 1993	Année 1993
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>14,53</b>	<b>17,80</b>	<b>239,57</b>	<b>209,12</b>	<b>240,35</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,08	4,03	72,79	52,94	66,34
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1,99	3,45	75,03	53,58	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 5 janvier 1995

Les émissions d'actions ont légèrement progressé d'un mois sur l'autre, passant de 14,5 milliards de francs en octobre à près de 18 milliards de francs en novembre.

Au terme des onze premiers mois, leur montant (240 milliards de francs) ressort en hausse de 30 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, fortement progressé d'une période à l'autre, pour atteindre près de 75 milliards de francs à fin novembre 1994, contre 53 milliards un an auparavant.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Au cours du mois de décembre, la Bourse de Paris a été globalement orientée à la baisse. Au total, sur l'ensemble de l'année, les indices des principales bourses mondiales ont nettement fléchi à l'exception du Nikkei, et, parmi eux, le CAC 40 est celui qui enregistre le plus fort recul.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a débuté le mois sur une tendance haussière liée à l'amélioration observée sur le marché obligataire.

Puis, à partir du 5 décembre, l'indice CAC 40 s'est dégradé, compte tenu des tensions sur les taux courts et en raison de prises de bénéfice après la bonne performance des séances précédentes. De plus, la médiocre tenue des places étrangères pesait sur la tendance.

Cependant, à partir du 21 décembre, la bourse retrouvait une orientation haussière assez nette. Le terme boursier de décembre s'achevait, vendredi 23, sur une progression de 3 %.

Cette amélioration de courte durée, laissait la place, dès le 27 décembre, à une nette dégradation du CAC 40, qui cédait, au cours de la dernière semaine du mois 3,5 %, dans un volume, il est vrai, très étroit.

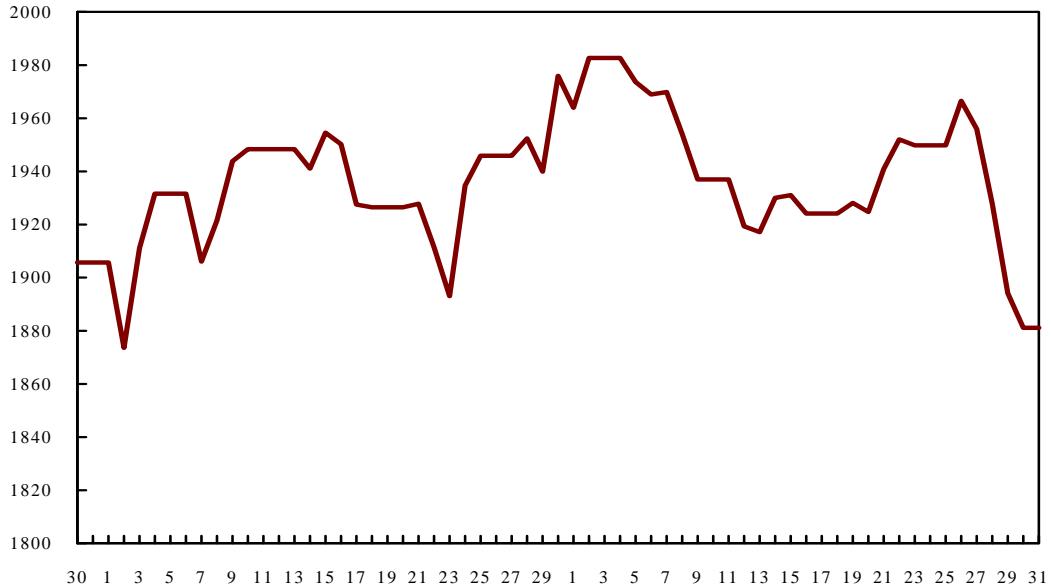
Au cours du dernier mois de l'année, les principales bourses mondiales ont été faiblement orientées à la hausse, à l'exception de Londres qui affichait un recul très limité.

<b>INDICES BOURSIERS</b>				
	30 novembre 1994	31 décembre 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
New York (Dow Jones).....	3 739,23	3 834,44	2,50	2,14
Londres (FT 100).....	3 081,40	3 065,50	- 0,50	- 10,32
Tokyo (Nikkei) .....	19 075,62	19 723,06	3,30	13,24
Paris (CAC 40) .....	1 975,94	1 881,15	- 4,80	- 17,06
Francfort (Dax).....	2 048,26	2 106,58	2,80	- 7,06

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

Mise à jour le 9 janvier 1995

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40



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

Mise à jour le 9 janvier 1995

### 5.3.2. La tendance au début du mois de janvier (arrêtée au 10)

Au cours des premiers jours de l'année, l'indice CAC 40 a continué de se replier dans le sillage des marchés de taux et alors que les volumes d'activité sont restés particulièrement faibles. L'indice s'est établi à 1 858,6 en clôture de la séance du 10 janvier, soit un repli de 1,2 % par rapport à la fin de l'année précédente.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

*En novembre, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,2 %, après s'être accru de 1,2 % le mois précédent. Bien que M1 se soit replié de 1,1 % (après + 1,0 %) en raison d'une baisse des dépôts à vue, dont les variations au mois le mois sont assez irrégulières, M2 n'a cédé que 0,1 % du fait de la poursuite de la progression des comptes sur livrets et des Codevi. Pour sa part, M3 a bénéficié d'une augmentation de 0,5 % des avoirs rémunérés à des taux de marché.*

Sur un an, le redressement de l'évolution des agrégats est confirmé. Celle des agrégats étroits, dont la reprise s'est amorcée dès la fin de 1993, s'établit, entre moyennes trimestrielles centrées, à + 2,9 % pour M1 et à + 4,9 % pour M2. L'agrégat M3, dont le recul s'est progressivement estompé au cours de l'année, présente, pour le deuxième mois consécutif, une évolution positive en glissement sur douze mois (+ 0,7 % à fin novembre, après + 0,4 % à fin octobre). Évaluée entre moyennes trimestrielles centrées, méthode qui amoindrit l'effet immédiat des retournements, la variation sur douze mois cesse d'être négative pour la première fois depuis août 1993. Le redressement de M3 tend à s'accélérer, la variation en taux annualisé étant de 4,2 % pour les six derniers mois.

La progression de l'agrégat de placement P1 (principalement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) demeure soutenue (+ 15,3 % sur un an, entre moyennes trimestrielles centrées à fin novembre). La croissance des plans d'épargne-logement s'élève à 18,9 % et celle des plans d'épargne populaire à 17,1 %.

À fin septembre l'*endettement intérieur total* était en progression de 3,1 % sur un an (après + 2,9 % à fin août), l'encours des crédits à l'économie marquant, pour sa part, un léger accroissement sur le mois tout en s'établissant, sur un an, en repli de 0,9 % (après - 1,1 % à fin août).

## LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

## Les agrégats de monnaie et de placement

<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin novembre 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 :	
			Septembre 1994 (a) en pourcentage	Octobre 1994 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
– M1 .....	1 532,3	-1,1	2,8	2,9
– M2 .....	2 803,9	-0,1	4,6	4,9
– M3 .....	5 143,0	0,2	-0,6	0,0
– M4 .....	5 214,1	0,2	-0,5	0,3
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
– P1 .....	1 337,1		15,7	15,3
Statistiques à fin septembre 1994			Variations sur 12 mois en glissement	
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>			Juin 1994 en pourcentage	Août 1994 en pourcentage
– Endettement intérieur total .....	9 958,8	2,8	2,9	3,1
– Ensemble des crédits à l'économie .....	6 304,2	-0,9	-1,1 (b)	-0,9 (b)
– Crédits des banques à l'économie .....	3 589,8	-2,4	-2,3	-2,3

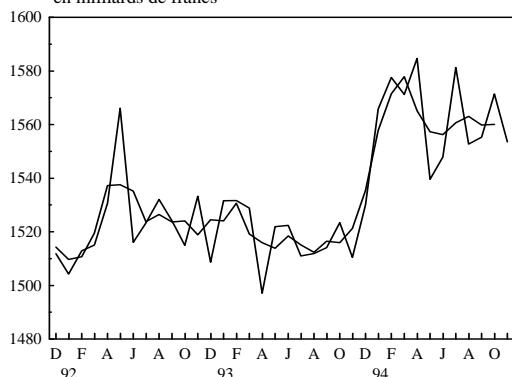
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés :  
M1 : 3,5 % ; M2 : 4,9 % ; M3 : 0,5 % ; M4 : -0,3 % ; P1 : 15,6 %  
(b) Données estimées

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

Mise à jour le 28 décembre 1994

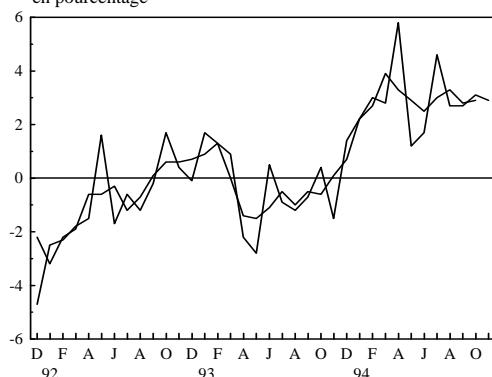
M1  
Encours cys

en milliards de francs



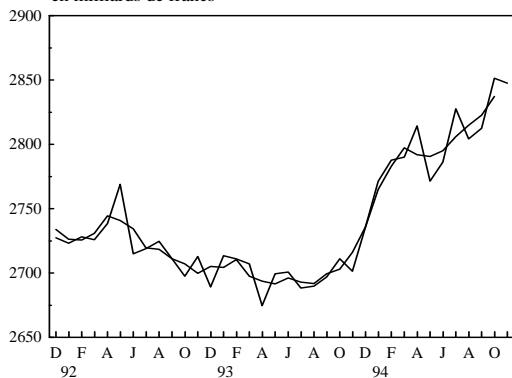
M1  
Glissements sur 12 mois

en pourcentage



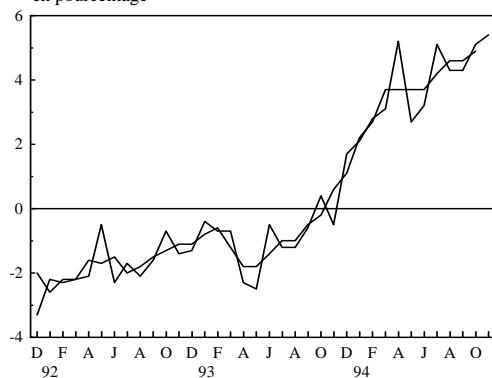
## M2 Encours cvs

en milliards de francs



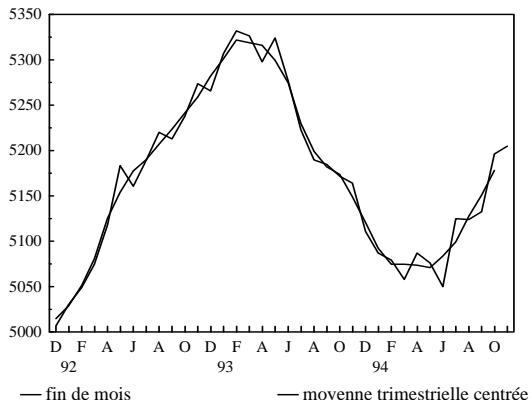
M2  
Glissements sur 12 mois

en pourcentage



## M3 Encours cys

en milliards de francs

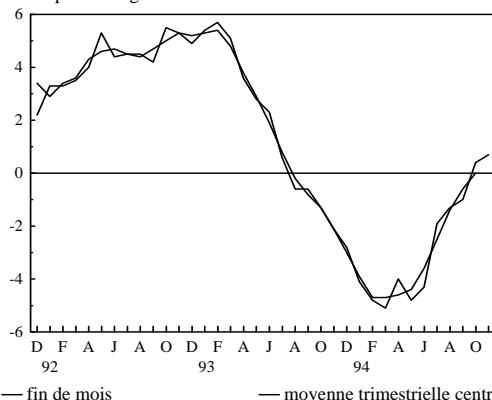


— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

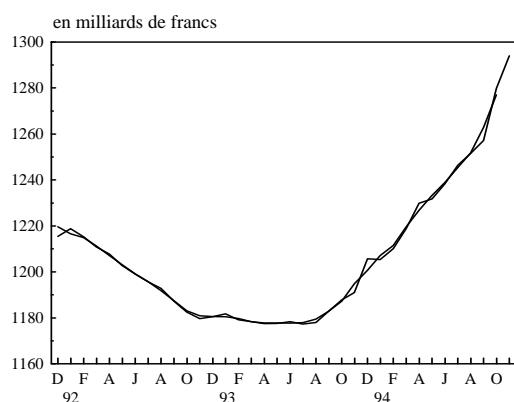
### M3

en pourcentage

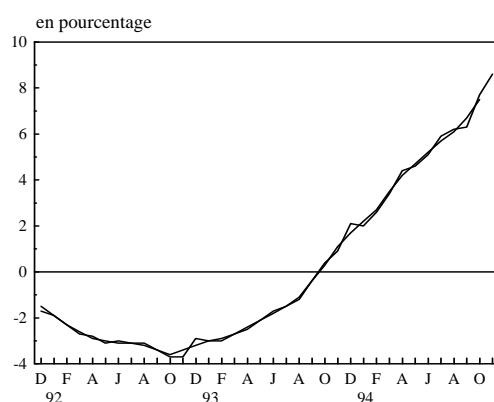


— moyenne trimestrielle centrée

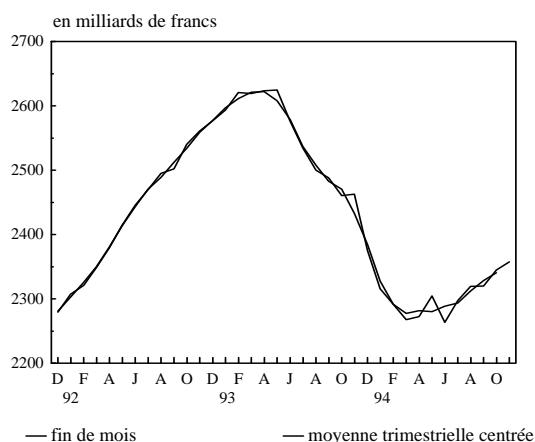
**M2 – M1**  
**Encours cvs**



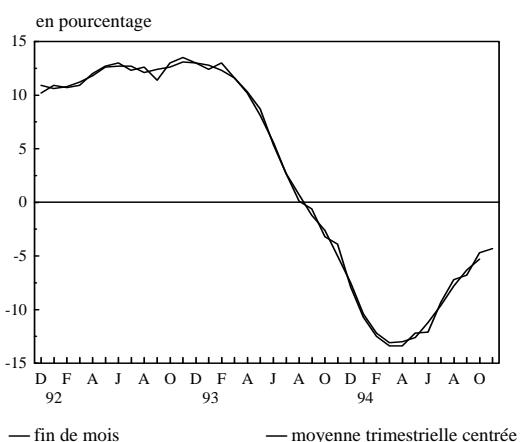
**M2 – M1**  
**Glissements sur 12 mois**



**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

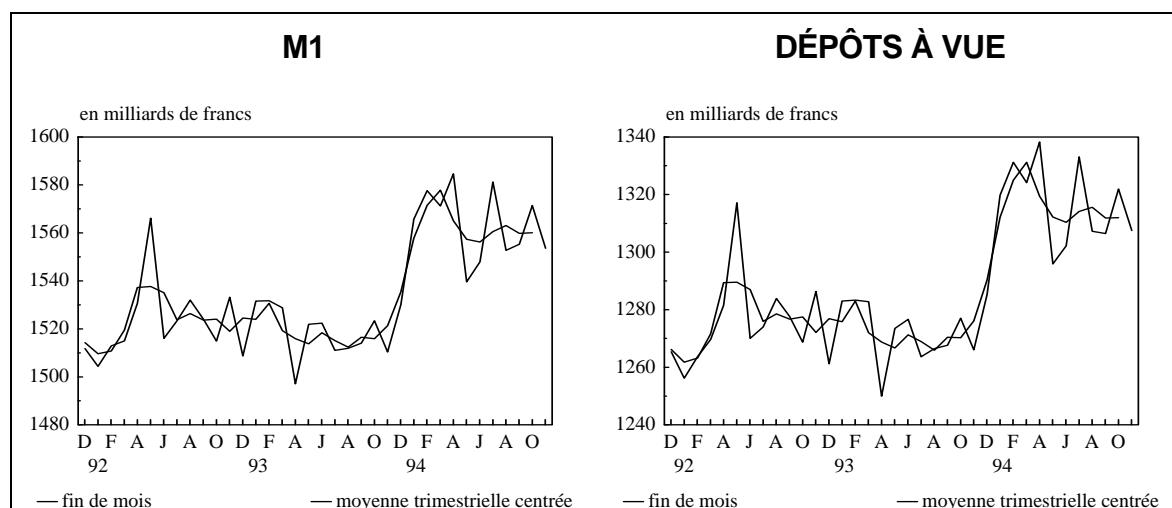
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle<sup>1</sup>

(statistiques à fin novembre 1994)

#### M1

L'agrégat M1 s'est réduit de 1,1 % en novembre, après s'être accru de 1,0 % en octobre. Sur douze mois, sa progression reste soutenue (+ 2,9 % à fin novembre, après + 3,3 % à fin septembre et + 2,8 % à fin octobre).

Le montant des dépôts à vue s'est contracté de 1,1 %, alors qu'il avait augmenté de 1,2 % en octobre. Sur un an, il s'accroît de 3,3 % à fin novembre, contre + 3,9 % à fin septembre et + 3,2 % à fin octobre.



L'encours des billets et monnaies s'est réduit (- 1,4 %, après + 0,2 % en octobre). Sur un an, sa progression atteint 1,0 % à fin novembre, après + 0,7 % à fin octobre.

#### M2 – M1

Sous l'effet d'un accroissement toujours soutenu de l'encours des Codevi, les placements compris dans M2 – M1 ont progressé de 1,1 % (après + 0,5 % en septembre et + 1,8 % en octobre). En rythme annuel, leur croissance atteint + 7,5 % à fin novembre, contre + 6,1 % à fin septembre et + 6,7 % à fin octobre.

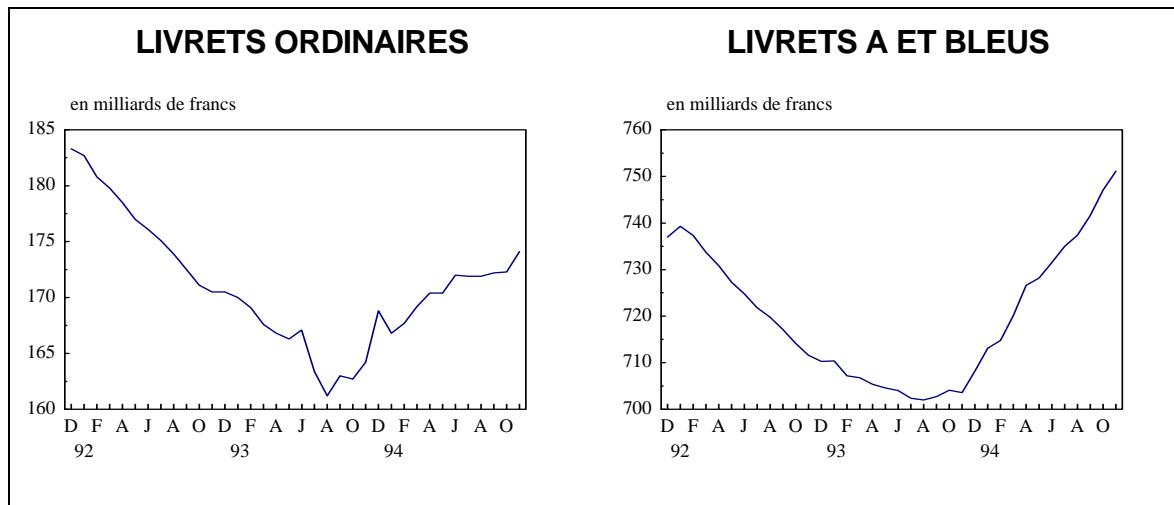
Les livrets A et bleus sont en hausse de 0,5 % par rapport au mois précédent (+ 0,7 % en octobre). Sur un an, leur rythme de progression s'accroît régulièrement (+ 3,4 % à fin juin, + 5,1 % à fin septembre et + 6,1 % à fin novembre).

Les comptes d'épargne-logement ont progressé de 1 % en novembre et de 4,2 % sur douze mois.

Les Codevi ont augmenté de 5,1 % (après + 10,7 % en octobre, sous l'effet du relèvement de leur plafond). Sur un an, ils s'accroissent de 30,5 % (+ 23,2 % à fin septembre et + 25,8 % à fin octobre).

<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.

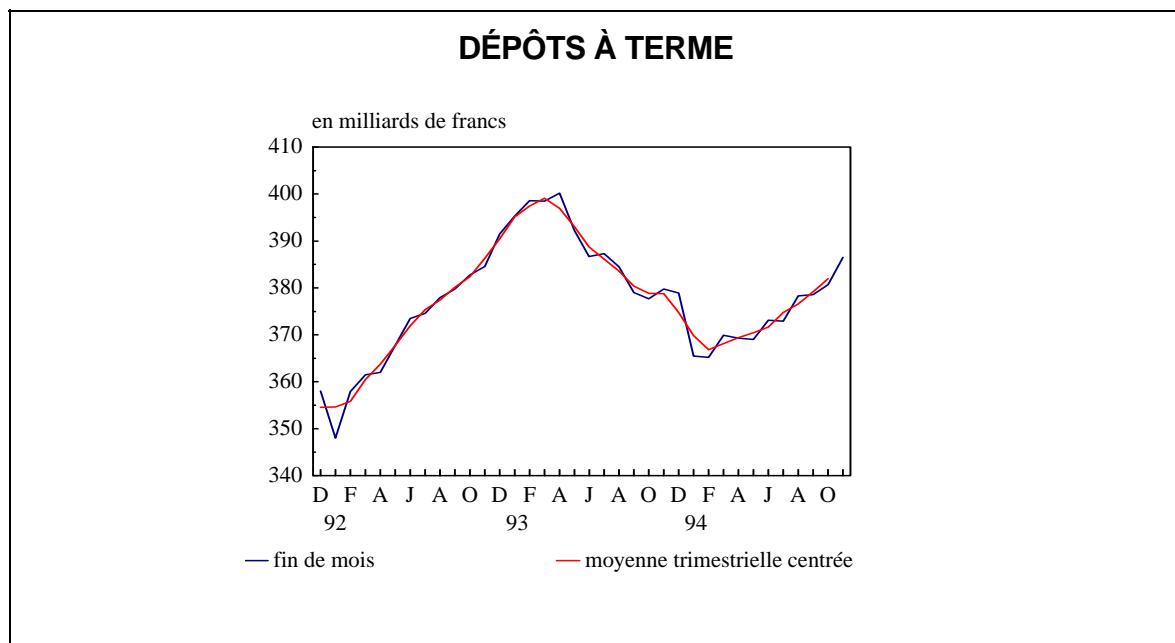
Les livrets soumis à l'impôt se sont accrus de 1,0 % et, sur un an, de 5,8 %.



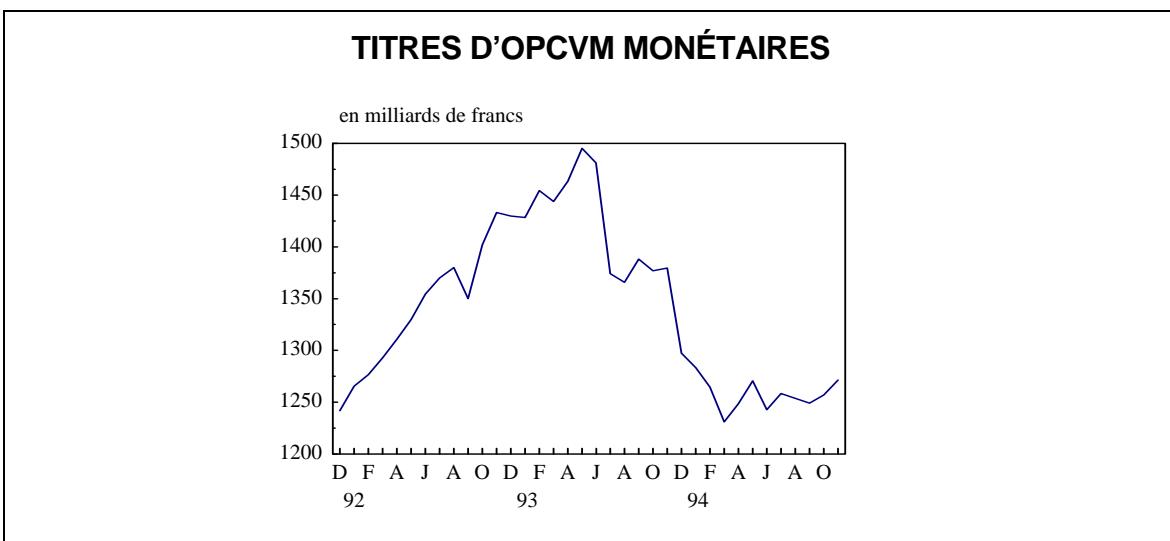
### M3 – M2

L'encours des placements à taux de marché compris dans M3 – M2 a progressé de 0,5 %, après + 1,1 % en octobre. Sur un an, son recul s'est sensiblement atténué (– 12,6 % à fin juin, – 7,8 % à fin septembre et – 5,3 % à fin novembre).

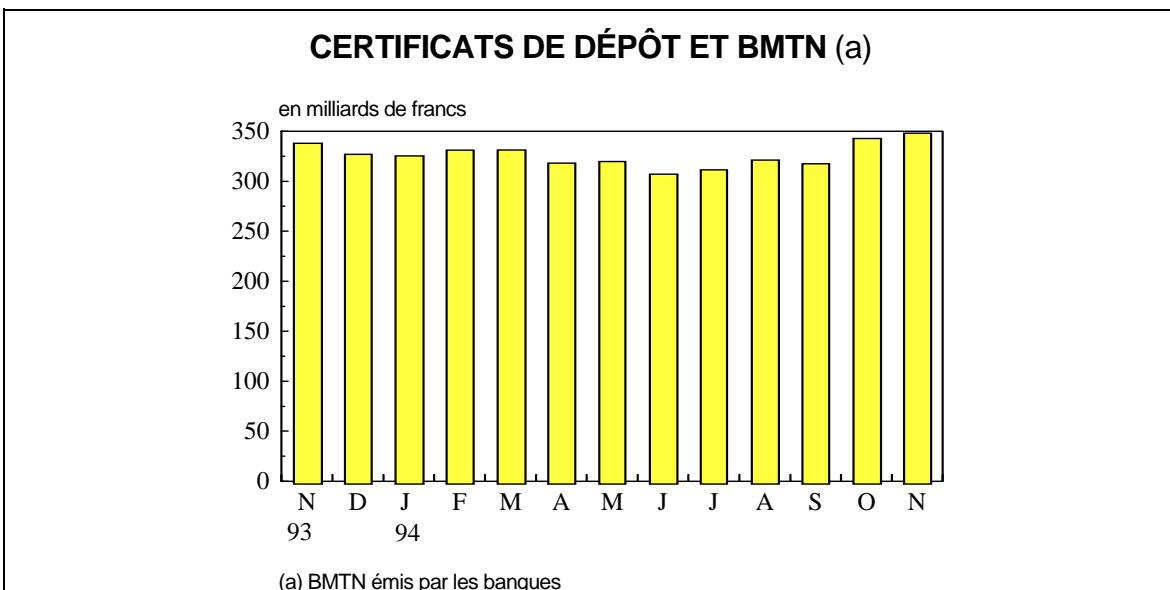
Les placements à terme ont diminué de 0,2 %, alors qu'ils avaient augmenté de 0,6 % en octobre. En glissement annuel, ils se sont réduits de 4,4 % (après – 5,3 % à fin octobre). Toutefois, cette évolution négative est entièrement liée à celle des bons de caisse et d'épargne, les dépôts à terme proprement dit ayant retrouvé depuis février une évolution positive, qui s'est poursuivie en novembre (+ 1,5 %).



L'encours des OPCVM monétaires s'est accru de 1,1 % (après – 0,4 % en septembre et + 0,6 % en octobre). Sur un an, sa contraction est de – 8,9 % à fin novembre.



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 résidents s'est accru de 5,2 milliards de francs et s'établit à 348 milliards.

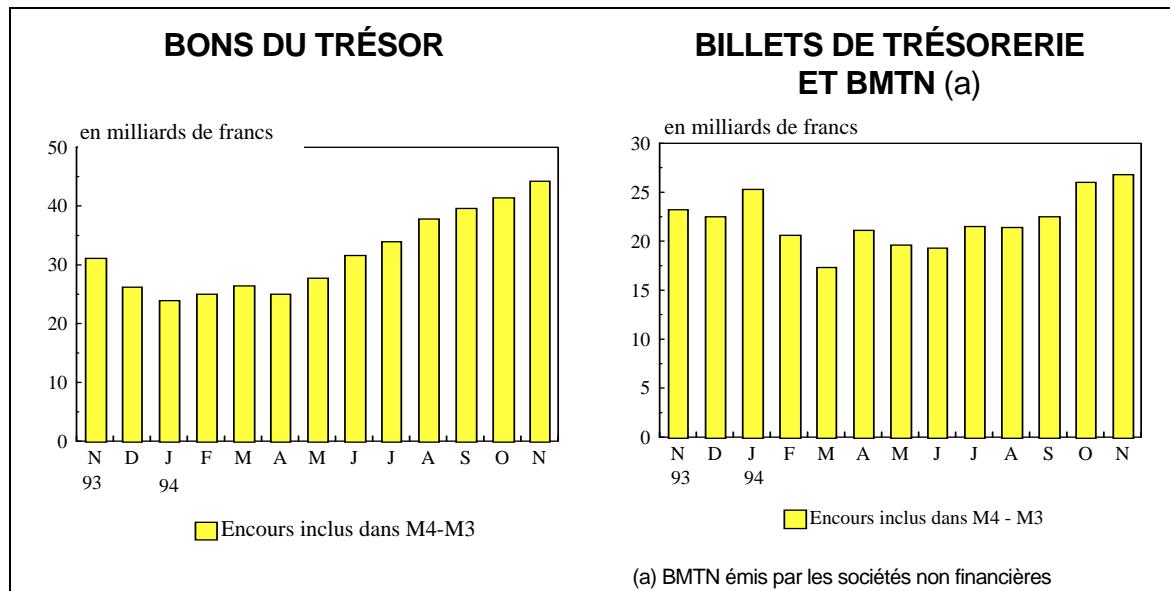


#### **M4 – M3**

L'encours des placements compris dans M4 – M3 a progressé de 3,5 % en novembre et, en rythme annuel, de 20,6 %.

L'encours global des bons du Trésor a peu varié (907,2 milliards de francs, après 908,8 milliards en octobre). La part détenue par les agents non financiers a progressé de 2,8 milliards de francs et s'établit à 44,2 milliards.

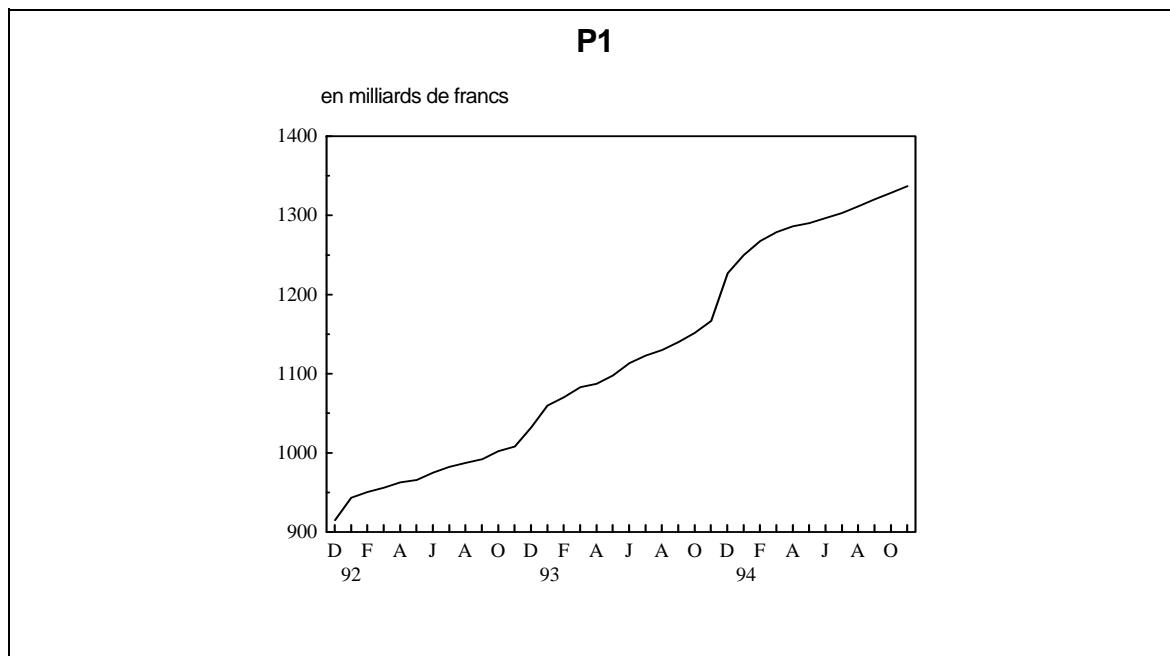
Le montant des titres de créances négociables émis par les sociétés est resté assez stable (186,5 milliards de francs) ; le portefeuille souscrit par les agents non financiers atteint 26,5 milliards de francs.



## P1

La progression de l'agrégat P1 reste vive et s'établit à 15,3 % (15,7 % à fin octobre).

Le développement des plans d'épargne-logement demeure soutenu (+ 0,8 % en un mois et + 18,9 % en rythme annuel). Celui des plans d'épargne populaire continue de décélérer, mais reste toutefois rapide (+ 17,1 %, après + 17,9 % à fin octobre).



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

### 6.2.1. Évolution des crédits

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

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

À fin septembre 1994, en glissement sur douze mois, le recul de l'encours des crédits distribués par l'ensemble des établissements de crédit est revenu à 0,9 % (après -1,1 % à fin août et fin juillet). Cette évolution résulte principalement d'un moindre repli des crédits accordés aux sociétés (-3,6 %, après -4,4 % à fin août). Pour leur part, les crédits octroyés aux ménages ont diminué de 0,2 %, tandis que les crédits aux autres agents poursuivaient leur progression (+6,7 %, après +6,2 % à fin août).

Le recul des concours distribués par les seules banques s'est stabilisé à -2,3 % sur un an à fin septembre. La baisse des crédits aux sociétés s'est sensiblement atténuée, revenant à -5,1 % en un an, après -6,7 % à fin août. De plus, les crédits aux ménages ont augmenté de 0,1 % (après -0,1 % en août) et la progression des crédits aux autres agents s'est accentuée (2,5 %, après 1,7 % en août).

	<b>VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS</b>				
	(en pourcentage)				
	1992	1993	1994		
	Décembre	Décembre	Juillet	Août	Septembre
<b>BANQUES</b>					
– Total des crédits (a) .....	3,9	-2,0	-2,5	-2,3	-2,3
– Sociétés .....	4,8	-6,5	-6,5	-6,7	-5,1
– Ménages .....	0,9	0,1	-0,3	-0,1	0,1
– Autres agents .....	22,1	2,4	-1,5	1,7	2,5
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
– Total des crédits (a) .....	3,7	-0,3	-1,1	-1,1	-0,9 (b)
– Sociétés .....	4,1	-5,3	-4,3	-4,4	-3,6 (b)
– Ménages .....	0,8	0,3	-0,2	-0,2	-0,2 (b)
– Autres agents .....	11,6	14,0	5,3	6,2	6,7 (b)

(a) Y compris opérations de défaisance  
(b) Données estimées

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

Mise à jour le 28 décembre 1994

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

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

Après avoir baissé de 0,5 % en août, les crédits distribués par les seules banques se sont accrus, en septembre, de 0,3 %. Ce mouvement est essentiellement imputable aux crédits aux sociétés, qui se sont développés de 0,3 %, après avoir enregistré une nette contraction en août (- 1,6 %). Les crédits aux ménages ont progressé à un rythme voisin de celui du mois précédent (0,2 %, après 0,3 % en août), alors que la croissance des crédits aux autres agents a marqué une légère décélération, revenant de 3,0 % en août à 2,2 % en septembre.

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

(a) Y compris opérations de défaisance

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

Mise à jour le 28 décembre 1994

La hausse des crédits aux sociétés provient notamment d'une nouvelle progression des crédits à l'investissement (+ 0,8 %, après + 0,4 % en août). Par ailleurs, le recul des crédits de trésorerie a marqué une nette décélération, revenant de - 2,7 % en août à - 1,2 % en septembre.

Les crédits aux ménages se sont accrus sous le double effet de la croissance modérée, mais régulière, des crédits à l'habitat (+ 0,2 %, après + 0,3 % en août) et de la hausse des crédits de trésorerie (+ 1,4 %, après trois mois de relative stabilisation).

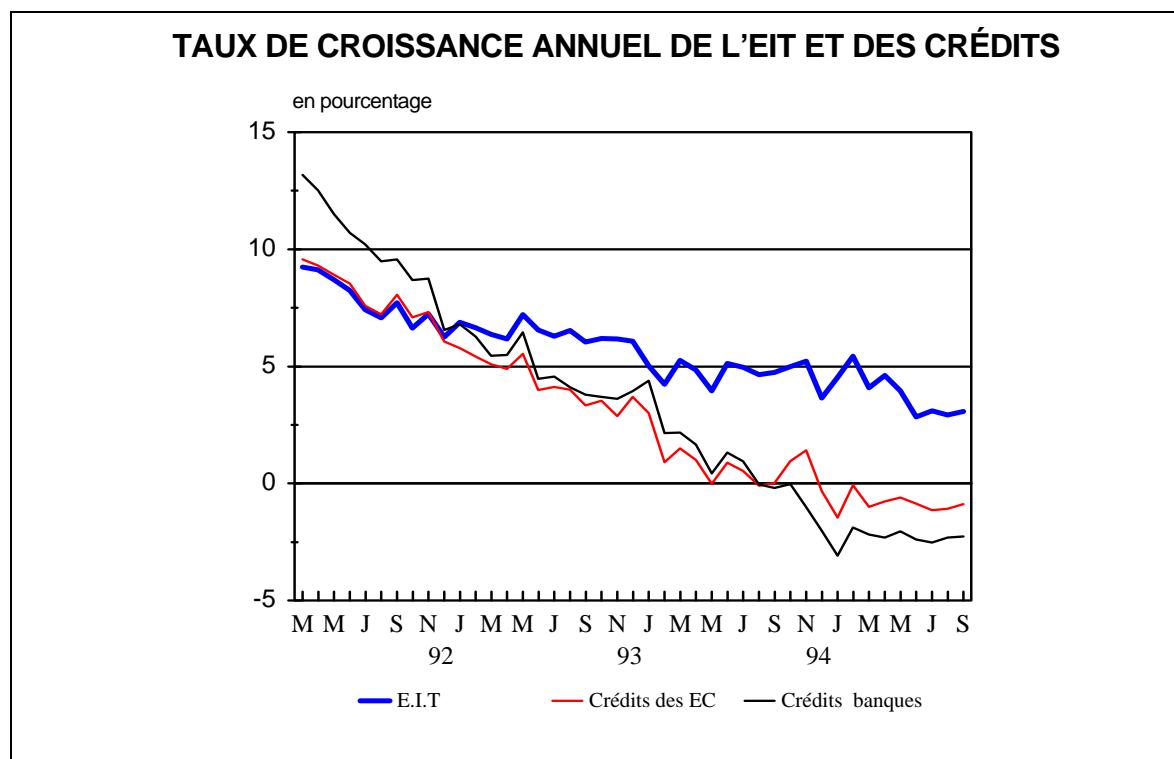
Le développement des crédits aux autres agents résidents s'est poursuivi (+ 2,2 %, après + 3,0 % en août). Sur un an, leur progression s'est accélérée (+ 2,5 %, après + 1,7 % à fin août).

## 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin septembre 1994)

La progression en un an de l'endettement intérieur total s'est légèrement renforcée à fin septembre, s'établissant à 3,1 %, après + 2,9 % le mois précédent.

Cette évolution recouvre une moindre contraction de l'endettement des sociétés (– 2,8 %, après – 3,4 %) et une progression un peu plus prononcée des financements obtenus par l'État (+ 13,5 %, après + 13,3 %), ainsi que par les autres agents (+ 8,8 %, contre + 8,3 %). Pour sa part, l'endettement des ménages — constitué uniquement de crédits — retrouve pratiquement son niveau de l'année précédente pour le troisième mois consécutif (– 0,2 %).



La croissance des financements sur les marchés internes demeure soutenue (+ 13,3 % en un an, après + 12,2 % à fin octobre).

L'encours des titres du marché monétaire, dont la progression était assez réduite depuis le début de l'année, ressort en accroissement de 17,4 % sur douze mois à fin septembre (+ 11,8 % un mois auparavant), sous l'effet d'un net renforcement des bons du Trésor (+ 21,8 % en glissement sur douze mois, contre + 14,4 % à fin août).

Le développement des financements obligataires s'est de nouveau légèrement ralenti (+ 11,1 % sur un an, après + 12,4 %), en liaison avec la moindre progression de la dette obligataire de l'État (+ 12,4 % à fin septembre et + 14,5 % à fin août).

La progression de la dette obligataire des sociétés reste faible (+ 3,1 % en un an), et celle des autres agents (principalement les administrations publiques) s'est stabilisée sur les niveaux élevés atteints en début d'année.

Les crédits obtenus auprès des non-résidents ainsi que les obligations émises à l'étranger, dont au demeurant les montants sont faibles, ont varié, respectivement, de + 23,4 % et de – 7,6 % en glissement annuel.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Le crédit et l'endettement intérieur total

**ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT**

	(variations sur douze mois en pourcentage)					
	Données brutes					
	1993	1994	Décembre	Juillet	Août	Septembre
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (d).....</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>		
– Sociétés .....	-4,3	-3,1	-3,4	-2,8		
– Ménages .....	0,3	-0,2	-0,2	-0,2		
– État .....	18,9	14,4	13,3	13,5		
– Autres .....	12,9	7,4	8,3	8,8		
<b>CRÉDITS (a) (d).....</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,9</b>		
– Sociétés .....	-5,3	-4,3	-4,4	-3,6		
– Ménages .....	0,3	-0,2	-0,2	-0,2		
– État .....	0,2	27,5	0,9	-9,6		
– Autres .....	14,0	5,3	6,2	6,7		
<b>FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (b) .....</b>	<b>14,7</b>	<b>10,6</b>	<b>12,2</b>	<b>13,3</b>		
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	4,1	6,6	11,8	17,4		
– Sociétés .....	-11,0	4,6	0,2	-1,4		
– État .....	7,7	7,0	14,4	21,8		
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	20,8	12,9	12,4	11,1		
– Sociétés .....	3,0	2,8	2,5	3,1		
– État .....	28,6	15,1	14,5	12,4		
– Autres (c).....	-11,3	55,4	59,3	61,5		
<b>CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS .....</b>	<b>8,0</b>	<b>25,0</b>	<b>22,1</b>	<b>23,4</b>		
– Sociétés .....	2,6	6,2	4,1	1,7		
– État .....	31,0	130,5	110,5	124,4		
<b>OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER .....</b>	<b>0,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,6</b>		
– Sociétés .....	0,7	-9,1	-7,0	-7,6		

(a) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents

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

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

(d) Les glissements tiennent compte des opérations de défaisance.

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Mise à jour le 5 janvier 1995

Parmi les contreparties de l'EIT, la part occupée par les placements compris dans M3 dans l'évolution annuelle de l'ensemble est toujours négative, mais moins marquée que les mois précédents (-0,5 point sur +3,1 points, après -0,7 point sur +2,9 points en août, et -1,0 point sur +3,1 points en juillet). En revanche, l'apport des non-résidents à l'évolution annuelle de l'EIT s'est révélé fortement expansif avec 2,4 points à fin septembre, après 0,7 point à fin août et 1,1 point à fin juillet.

La contribution des placements stables est demeurée fortement positive : 1,5 point à fin septembre, comme à fin août et fin juillet pour l'épargne contractuelle et 1,6 point, après 1,7 point fin août et 2,5 points à fin juillet pour les placements obligataires.

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

Tableau non disponible

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

# LE SYSTÈME DE PAIEMENT FRANÇAIS

Allocution de Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
à l'occasion de la Conférence internationale de l'INSIG  
sur les systèmes de paiement,  
à Paris, le 8 décembre 1994

---

Permettez-moi tout d'abord d'exprimer le plaisir que j'éprouve à ouvrir cette conférence sur les systèmes de paiement internationaux. Je suis très sensible à l'invitation de l'INSIG qui me permet de souligner la place essentielle des systèmes de paiement pour la sécurité et l'efficacité des activités économiques et financières. Il s'agit, en outre, d'un domaine qui est très fortement marqué actuellement par les évolutions technologiques. Les questions de nature technologique, financière et politique qui se posent aux banques centrales comme aux banques commerciales à ce sujet doivent donc nous inciter à poursuivre nos analyses de façon à guider nos décisions.

Je vous parlerai du système de paiement français en décrivant dans un premier temps ses caractéristiques essentielles, puis des grandes évolutions qui l'affecteront comme celui des autres pays, au cours des prochaines années.

## Les caractéristiques actuelles du système de paiement français

Depuis plusieurs années, d'importantes réformes destinées à améliorer l'efficacité et la sécurité du système de paiement ont été entreprises en France. Cette politique résolue de modernisation, qui a toujours été activement soutenue par la Banque de France, a permis de bâtir une organisation interbancaire cohérente, efficace et sûre. Je voudrais illustrer cette affirmation en m'appuyant sur quelques exemples.

Tout d'abord dans le *domaine juridique*, on peut observer que le législateur a pourvu le système de paiement d'un contexte très sûr et bien adapté.

En premier lieu, la loi bancaire de 1984 a posé le principe selon lequel seuls les établissements de crédit peuvent émettre et gérer des moyens de paiement. Cette disposition interdit la participation directe de « non-banques » aux systèmes d'échange, c'est-à-dire d'entités qui ne sont pas contrôlées par les autorités monétaires et qui ne sont pas tenues au respect de ratios prudentiels. Cette disposition permet d'éviter le risque de désintermédiation résultant de la perméabilité de systèmes interbancaires aisément accessibles à travers les réseaux de télécommunications qui pourrait entraîner une délocalisation des risques issus de la sphère financière contrôlée par les autorités monétaires. Au plan européen, il n'existe

---

Le système de paiement français

pas d'équivalent de cette disposition de notre loi bancaire ; dès lors, des entreprises non bancaires pourraient être tentées d'intervenir dans la gestion des moyens de paiement. Ce risque de désintermédiation a justifié que soient définies des règles homogènes au niveau européen pour ne pas permettre l'accès direct des « non-banques » dans les systèmes interbancaires. Tel est le sens des principes adoptés, en septembre 1993, par les gouverneurs des banques centrales européennes qui ont retenu la règle selon laquelle l'accès direct aux systèmes de paiement doit être réservé aux seuls établissements de crédit.

Par ailleurs, dans le cadre de ses nouveaux statuts, la Banque de France s'est vu confier la mission de surveillance du bon fonctionnement et de la sécurité du système de paiement. Cette disposition confirme et renforce le rôle que joue la Banque depuis de nombreuses années à l'égard du système de paiement.

Enfin, on ne peut pas parler du contexte juridique sans faire mention des apports de la loi de décembre 1993 qui a confirmé la validité en droit français de la compensation multilatérale, qui a supprimé la règle dite du « zéro heure », c'est-à-dire la possibilité pour les juges dans le cadre des dispositions sur la faillite de contester la validité des règlements concernant un établissement et, enfin, qui a donné une assise légale au dispositif de la pension-livrée qui jusque-là ne faisait l'objet que d'un accord de place.

Un autre point fort du système de paiement français réside dans l'*efficacité de la coopération entre les banques*, que nous appelons en France l'interbancarité. Cette coopération a permis d'engager des investissements de grande ampleur sans pour autant empêcher une saine concurrence entre les établissements de crédit. Elle a également permis de préserver le caractère universel et ouvert que doivent avoir les instruments de paiement. Ainsi la carte bancaire, qui vient de célébrer le dixième anniversaire de sa création, est un bon exemple du caractère bénéfique de l'interbancarité. La carte bancaire, qui s'appuie sur une infrastructure technique très performante, est devenue en France un moyen de paiement universel puisqu'elle permet d'effectuer des règlements auprès de 530 000 commerçants ou des retraits dans tous les distributeurs automatiques de billets. L'une des conséquences de cette coopération entre les banques françaises a été une croissance spectaculaire du nombre des transactions (environ 2 milliards d'opérations en 1993), parallèlement à une diminution importante de la fraude (il y a eu une baisse de 45 % en 2 ans, le taux de fraude s'établissant à 0,04 % du montant des transactions) grâce à la généralisation de la carte à microprocesseur. La coopération dans le domaine des systèmes de paiement doit donc être préservée, en dépit de toutes les pressions qui peuvent se faire jour du fait d'une concurrence de plus en plus vive entre les établissements, car elle constitue l'une des forces de la place de Paris.

L'interbancarité a également joué un rôle moteur dans la *modernisation de nos systèmes de place* dont l'aboutissement est proche. Lorsque cette modernisation aura été menée à son terme, nous disposerons d'une infrastructure technique de très grande qualité. Ainsi, Saturne et Relit dans le domaine des titres, d'une part, et le Matif et le Monep pour les opérations de marché, d'autre part, mettent désormais la place de Paris au niveau des plus grandes places financières. Dans le domaine des systèmes d'échange de moyens de paiement, le Système interbancaire de télécompensation (SIT), avec un trafic annuel supérieur à 2 milliards d'opérations, fonctionne désormais à pleine puissance puisqu'il traite l'ensemble des opérations automatisées à l'exception des paiements par cartes qui n'y seront intégrés qu'à partir de l'an prochain. Pour les opérations de gros montant, la mise en œuvre prochaine d'une organisation de place devrait également conclure plusieurs années de discussions sur les modalités de prévention des risques dans le système de paiement sur laquelle je reviendrai dans un instant. Il convient désormais pour l'ensemble des acteurs, et en particulier les établissements de crédit, d'essayer de tirer le meilleur parti de cette infrastructure efficace.

Enfin, la *dématerrialisation complète des échanges interbancaires*, qui est un objectif partagé par les banques et par la Banque de France, est en voie de réalisation. Outre les gains de productivité qui peuvent en être retirés, la dématérialisation est un préalable indispensable à la mise en œuvre de dispositifs de prévention des risques dans les systèmes interbancaires. La dématérialisation des titres est achevée depuis plusieurs années grâce notamment à l'action résolue des pouvoirs publics. Enfin, grâce en particulier à la dématérialisation intégrale des virements du Trésor, la dématérialisation complète des

échanges sera également achevée à la fin 1996 pour l'ensemble des moyens de paiement, à l'exception notable des chèques qui représentent près de la moitié des règlements scripturaux.

L'échange sur une large échelle de chèques sous forme d'images est toujours freiné pour des questions touchant aux aspects économiques, financiers et organisationnels d'une telle réforme. Je comprends ces difficultés qui sont ressenties par un certain nombre d'établissements, mais je crois qu'il faut aussi progresser dans ce domaine avec pragmatisme, résolution et réalisme.

Les importants efforts menés pour moderniser le système de paiement français, grâce notamment à une coopération interbancaire efficace, devraient donc permettre à la place de Paris de répondre aux défis qui se poseront à elle dans les prochaines années et dont je voudrais maintenant vous parler.

## L'évolution du système de paiement français

Toutes les grandes places financières doivent actuellement, dans un contexte de très vive concurrence au plan international, se montrer innovantes en matière financière. Elles doivent en effet être en mesure d'offrir les meilleurs services à leur clientèle, sous peine de voir leur part de marché régresser. Le système de paiement n'échappe pas à cet impératif car il conditionne l'efficacité et la sécurité du transfert des flux financiers. De ce point de vue, deux enjeux sont particulièrement importants pour le système de paiement français : la réduction des risques pour les opérations de gros montant et la construction européenne avec la préparation du passage à la phase 3 de l'Union économique et monétaire.

Comme vous le savez, la Banque de France a engagé depuis plusieurs années des discussions avec les banques au sujet de la *réduction des risques dans le système de paiement*. Il s'agit de faire en sorte que les risques liés aux règlements interbancaires soient correctement appréciés, contrôlés et couverts par les établissements de crédit qui participent au système de paiement.

Tout le monde s'accorde à Paris pour considérer que nous avons encore des progrès importants à réaliser. Les échanges d'opérations de gros montant qui ont représenté 1 200 milliards de francs par jour en 1993 se font toujours en partie sous forme d'opérations papier, puisque moins de la moitié des 40 000 opérations de gros montant sont échangées sous forme dématérialisée. Enfin, les règlements interviennent en fin de journée en faisant peser sur les banques une incertitude sur leur bonne fin, et sur la Banque de France un risque dans son rôle d'agent de règlement et de prêteur en dernier ressort qu'elle entend bien sûr maîtriser.

Par ailleurs, le contexte international évolue considérablement. C'est le cas notamment au Royaume-Uni où les développements visant à transformer le système CHAPS en système à règlement brut sont en cours de mise en œuvre. De même, en Allemagne, la Banque fédérale procède actuellement à la modernisation de son système à règlement brut et à la transformation, afin de le sécuriser, du système EAF. Enfin, au plan européen, le système de « clearing » de l'écu va être doté d'un dispositif de gestion en temps réel de limites et de collatéralisation qui devrait achever le programme de réduction des risques arrêté par l'Association bancaire pour l'écu.

En France, nous nous sommes prononcés en février 1994 en faveur d'une approche duale a priori, selon laquelle il pourrait exister, à côté du système à règlement brut en temps réel, TBF (Transferts Banque de France), développé par la Banque de France, un système à règlement net satisfaisant les normes de protection contre les risques fixées par les banques centrales (en particulier les normes Lamfalussy). Les banques ont procédé cette année à l'étude des conditions et de l'opportunité de mise en œuvre d'un système net de ce type tandis que la Banque de France a poursuivi la réalisation du système brut TBF. Ces réflexions de la place étant désormais sur le point d'aboutir, je voudrais vous faire part sur ce point de l'opinion de l'Institut d'émission.

Je crois tout d'abord que la recherche d'une certaine convergence entre le système brut TBF et le système net est souhaitable. L'optimum n'est probablement pas, en l'espèce, une coexistence sur la place de Paris de deux systèmes indépendants et concurrents, l'un risquant de se développer au détriment de l'autre : c'est une situation qui ne correspondrait pas à nos traditions de très forte coopération entre les acteurs de la place et qui n'est sans doute pas souhaitable dans le contexte de la construction européenne. Il faut donc essayer de rapprocher les deux types d'organisation en examinant s'il existe des possibilités de mettre en commun certains éléments du dispositif de place. La Banque de France, bien sûr, comprend la nécessité de laisser le meilleur degré de liberté aux banques pour l'organisation de ce système de place ; elle veillera néanmoins à ce qu'aucun retard ne soit pris dans la réalisation du système TBF, dont elle sera gestionnaire et qui est indispensable pour renforcer la sécurité de notre système de paiement et pour que nous soyons au premier rang des réalisations internationales.

Par ailleurs, quelle que soit l'organisation retenue, nous allons devoir passer d'une logique de règlement de fin de journée à une logique de surveillance en temps réel et en cours de journée, en ayant recours à des limites permettant de contrôler les engagements des participants. Il s'agit là d'un changement extrêmement structurant par rapport aux habitudes actuelles de la place, puisque les participants aux systèmes de paiement vont devoir tenir compte d'une préoccupation nouvelle qui est celle du niveau de la liquidité intrajournalière afin que les règlements se fassent dans des délais compatibles avec les engagements pris à l'égard de leurs contreparties. Une telle surveillance nécessite que les banques se dotent de nouveaux outils informatiques pour contrôler leur situation.

Une autre caractéristique essentielle est le fait que les risques devront désormais être entièrement garantis par les participants aux systèmes d'échange ou aux systèmes de règlement-livraison de titres. Cette couverture se fera dans TBF pour partie par la monnaie centrale disponible en compte et pour l'essentiel, étant donné le faible niveau actuel des réserves obligatoires, par utilisation du mécanisme de la pension-livrée intrajournalière que la Banque de France met en œuvre en ce moment en association avec les gestionnaires de Saturne et de Relit. Dans le système net, les risques devront être couverts par un dispositif de mutualisation appuyé par un apport de garanties.

La réduction des risques dans le système de paiement qui est en cours de mise en œuvre va donc entraîner des changements importants qui devraient contribuer à préparer la place de Paris aux prochaines échéances européennes.

Le passage à la phase 3 de l'Union économique et monétaire (UEM) entraînera un certain nombre de conséquences auxquelles il faut se préparer dès maintenant, même si des incertitudes demeurent sur la date à laquelle il interviendra. C'est le cas des banques centrales et de l'Institut monétaire européen (IME) qui a été créé au début de l'année et pour lequel la préparation du passage à la monnaie unique est la tâche essentielle. Le conseil de l'IME, auquel participent les gouverneurs, vient récemment d'adopter un plan de travail jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 1997, c'est-à-dire jusqu'à la date la plus rapprochée de passage à la monnaie unique prévue par le Traité. Ce plan de travail permet de mesurer l'ampleur de la tâche et l'effort de coordination que les banques centrales devront accomplir. Le domaine des systèmes de paiement fait partie de ce grand chantier, l'existence d'un système de paiement sûr et efficace à l'échelle de l'Europe, susceptible de favoriser les arbitrages entre actifs financiers sur les différentes places, étant considérée comme une condition préalable à la mise en œuvre de l'UEM.

Les réflexions des banques centrales au sujet de la réalisation du système de règlement du Système européen de banques centrales (SEBC) sont bien avancées. Un document résumant les principales orientations retenues a été diffusé aux communautés bancaires des différents pays européens et celles-ci seront appelées à s'exprimer prochainement sur ces orientations au cours de réunions qui seront organisées sous l'égide de l'IME.

Les principales caractéristiques de ce système peuvent être présentées de la façon suivante :

– il sera destiné au règlement des opérations de gros montant, en particulier celles qui seront liées à la mise en œuvre de la politique monétaire unique ;

– il reposera sur une organisation décentralisée ; conformément au principe de subsidiarité, il n'est pas envisagé, en effet, d'ouvrir de comptes aux banques auprès de la Banque centrale européenne, ce sont donc les comptes actuellement ouverts au nom des banques sur les livres des banques centrales nationales qui seront utilisés. Le système reposera également sur les systèmes à règlement brut en temps réel existant dans chaque pays européen ;

– enfin, les participants aux systèmes à règlement brut existant dans les différents pays européens recevront par cet intermédiaire les paiements qui leur seront adressés et ils pourront y présenter leurs propres opérations.

Voilà en quelques mots le processus qui est en marche pour faire évoluer notre système de paiement vers plus de sécurité tout en préservant la compétitivité des établissements de crédit et naturellement leur rentabilité ; il s'agit là d'un enjeu primordial pour une grande place financière à vocation internationale. Des journées de réflexion comme celle qui s'ouvre aujourd'hui ont le mérite — j'en remercie l'INSIG qui mène dans ce domaine une réflexion unique — de contribuer à renforcer notre volonté commune de coopérer à la réalisation d'un système de paiement national et européen aussi sûr et efficace que possible.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 130 – décembre 1994***

DIRECTION DE LA CONJONCTURE

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

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

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

### ***Bulletin de la Commission bancaire n° 11 – novembre 1994***

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 59 40)

Prix du numéro : FRF 110 TTC

### ***Stratégie et entreprises – Sésame 1994 – octobre 1994***

- *Rapport de synthèse sur le secteur des matériels de transport terrestre*
- *Rapport de synthèse sur le secteur de l'industrie agro-alimentaire*
- *Rapport de synthèse sur le secteur des biens de consommation*

DIRECTION DES ENTREPRISES

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)

Prix du numéro : FRF 200 TTC

***La situation du système productif – suppléments sectoriels :***

- la première transformation de l'acier en 1993 (11)***
- la fabrication d'équipement ménager en 1993 (30)***
- la construction automobile et des autres matériels de transport terrestre en 1993 (31)***
- la viande en 1993 (35)***
- l'industrie laitière en 1993 (36)***
- le papier-carton en 1993 (50)***

DIRECTION DES ENTREPRISES

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)

Prix du numéro : FRF 80 TTC

***Analyses comparatives 1993***

***Les résultats des établissements de crédit (volume 2)***

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 59 40)

Prix du numéro : FRF 110 TTC

***Comptes annuels des établissements de crédit au 31 décembre 1993***

***Volume n° 1 : Les banques***

***Volume n° 2 : Les sociétés financières et les institutions financières spécialisées***

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 59 40)

Prix du numéro : FRF 200 TTC

***Note d'information n° 100 : La centrale de bilans de la Banque de France***

Service de l'Information

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

***Cahiers régionaux Bretagne – septembre 1994 – n° 43***

***Principaux résultats économiques et financiers des entreprises lorientaises en 1993***

Banque de France Lorient

Secrétariat régional Bretagne

(Tél. : +33 97 21 23 07 – Télécopie : +33 97 64 48 66)

Prix du numéro : FRF 60 TTC

***Cahiers régionaux Lorraine – décembre 1994 – n° 36***

***Les entreprises à participation étrangère en Lorraine***

Banque de France Metz

Secrétariat régional Lorraine

(Tél. : +33 87 39 94 06 – Télécopie : +33 87 76 34 80)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

## 2. Contributions à des publications extérieures

### ***Les marchés financiers des économies dynamiques d'Asie***

par Jean-Pierre Petit, adjoint de direction à la direction générale des Études

(Revue d'économie financière – n° 30 – automne 1994)

### ***Nouvelle insertion du système bancaire et internationalisation du franc***

par Dominique Plihon, intervenant auprès de la direction générale des Études

(Revue d'économie financière – n° 30 – automne 1994)

### ***Modernisation de la gestion des moyens de paiement***

par Michel Perdrix, directeur des Moyens de paiement scripturaux et des systèmes d'échange

(Revue d'économie financière – n° 30 – automne 1994)

### ***Les comportements d'épargne des ménages***

intervention de Jean-Claude Peuré, adjoint au directeur général des Études

(Bulletin mensuel de la COB – n° 284 – octobre 1994)

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

### ***Le système de paiement français***

Allocution de Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
à l'occasion de la Conférence internationale de l'INSIG, sur les systèmes de paiement,  
à Paris, le 8 décembre 1994<sup>1</sup>

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

E T U D E S

# LA CONVENTION-CADRE RELATIVE AUX OPÉRATIONS DE PENSION

Décision capitale pour le marché de la « pension livrée » : une disposition spécifique de la loi n° 94-679 du 8 août 1994, dérogatoire au droit commun de la faillite, vient de reconnaître un mécanisme de compensation avec exigibilité anticipée, couramment appelé par les gens de marché, selon la terminologie anglo-saxonne, « *close out netting* ». Deux conditions pour bénéficier de la *garantie de compensation* : les titres doivent être effectivement livrés et l’opération de pension conclue dans les termes fixés par une *convention-cadre* approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire.

---

PATRICE DE LAPASSE  
*Direction des Services juridiques*

Comme cela a été annoncé dans un précédent article publié dans cette revue<sup>1</sup>, le Parlement français a récemment complété l’article 12 de la loi du 31 décembre 1993<sup>2</sup> qui a fixé le régime juridique des opérations de pension en y ajoutant un paragraphe V bis ainsi libellé<sup>3</sup> :

*« Les dettes et les créances afférentes aux opérations de pension opposables aux tiers, régies par une convention-cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, et organisant les relations entre deux parties sont compensables selon les modalités prévues par ladite convention-cadre.*

---

<sup>1</sup> Le nouveau régime juridique des opérations de pension, Bulletin de la Banque de France, n° 7, juillet 1994

<sup>2</sup> 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 (Journal officiel du 5 janvier 1994, pages 232 et 233)

<sup>3</sup> Article 16 de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d’ordre économique et financier (Journal officiel du 10 août 1994, page 11 670)

« *Cette 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, peut prévoir la résiliation de plein droit de l'ensemble des opérations de pension mentionnées à l'alinéa précédent.*

« *Les dispositions du présent paragraphe sont applicables nonobstant toute disposition législative contraire.* »

En adoptant cette mesure, le législateur français a voulu renforcer la sécurité des opérations de pension. Désormais, en effet, la partie non défaillante à une opération de pension est autorisée, même en cas de « faillite » de sa contrepartie :

- à résilier l'ensemble des opérations de pension en cours et à prononcer ainsi l'exigibilité anticipée des opérations (clause dite « *close out* » ou « *acceleration clause* » dans le langage anglo-saxon) ;
- à procéder ensuite à l'évaluation du solde de résiliation obtenu par compensation des dettes et créances réciproques (« *close out netting* »).

On sait qu'en l'absence de toute disposition dérogatoire au droit de la faillite analogue à celle que vient d'adopter le législateur en faveur des opérations de pension, la compensation, du fait qu'elle est assimilée à un paiement, n'est plus possible lorsque le débiteur a été mis en redressement ou en liquidation judiciaires. Cette compensation équivaudrait, en effet, à un paiement privilégié au profit du créancier qui serait en même temps débiteur de la partie faillie et, à ce titre, elle heurterait le principe d'égalité des créanciers.

Certes, la jurisprudence avait écarté, de longue date, l'obstacle à la compensation né de l'ouverture d'une procédure collective lorsque les deux créances ont un rapport de connexité. Le législateur, à l'occasion de la révision récente du droit de la faillite, vient d'ailleurs de confirmer la validité de cette jurisprudence. Le risque demeurait, cependant, s'agissant d'opérations de pension, que le juge hésite à reconnaître la validité d'une connexité conventionnelle résultant exclusivement d'une clause de globalisation. La loi vient de faire disparaître toute hésitation à cet égard.

Toutefois, cette faculté dont disposent désormais les parties à une opération de pension d'échapper aux règles contraignantes du droit de la faillite ne leur est ouverte que dans la mesure où lesdites opérations sont conclues conformément aux stipulations d'une convention-cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France.

Cette convention-cadre a été élaborée en concertation étroite avec les banques de la place de Paris par un groupe de travail constitué par l'Association des trésoriers de banque (AFTB). Elle a été présentée par l'Association française des banques à l'agrément du gouverneur qui vient de l'approuver par une lettre adressée à l'Association française des banques et aux grands réseaux nationaux, le 15 décembre 1994.

Le texte de la convention-cadre et celui de la lettre par laquelle l'agrément du gouverneur a été porté à la connaissance de l'Association française des banques figurent au Bulletin officiel de la Banque de France inséré dans le présent bulletin.

Il convient d'examiner maintenant cette convention-cadre en la situant tout d'abord dans son nouveau cadre juridique (cf. 1.) et en procédant ensuite à l'analyse de ses principales dispositions (cf. 2.).

## 1. Le nouveau régime juridique de la convention-cadre relative aux opérations de pension

Il existait déjà un « contrat-cadre d’opérations de pensions livrées » qui avait été rédigé en 1991 par l’Association des trésoriers de banque après que la profession bancaire, en l’absence alors de toute intervention du législateur en ce domaine, se fût accordée sur la nature juridique de la pension.

Toutefois, la finalité de la convention-cadre, objet de la présente analyse, diffère profondément de celle du contrat-cadre jusqu’à présent en usage comme le montrent la genèse de la convention-cadre (cf. 1.1.) et la fonction que le législateur a entendu lui assigner (cf. 1.2.).

### 1.1. La genèse de la convention-cadre

#### 1.1.1. La rédaction de la convention-cadre

Dans les jours qui suivirent l’adoption par le Parlement du nouveau régime juridique de l’opération de pension, la rédaction d’un projet de convention-cadre fut immédiatement entreprise suivant les modalités précédemment évoquées.

Ce premier projet, largement inspiré du précédent « contrat-cadre d’opérations de pensions livrées » était sur le point d’être achevé lorsque, à la suite d’un amendement sénatorial visant à renforcer la sécurité de la pension, le législateur prononça la validité de la compensation des opérations de pension, même en cas de faillite de l’une des parties, comme il l’avait déjà fait au profit des opérations de marchés à terme<sup>1</sup>. Deux conditions sont exigées pour bénéficier de la garantie de la compensation et pouvoir déroger, le cas échéant, au droit de la faillite :

- il ne peut s’agir que de « pensions livrées », c’est-à-dire que l’opération doit être assortie de la livraison des titres suivant les modalités fixées par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994 ;

- l’opération doit être conclue conformément aux stipulations d’une convention-cadre approuvée par le gouverneur.

#### 1.1.2. L’intervention du gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire

Plusieurs raisons ont conduit le législateur à subordonner la garantie de la compensation des opérations de pension à la conformité desdites opérations aux stipulations d’une convention-cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France.

La première raison, la plus déterminante, réside dans le fait que le bénéfice de la compensation ainsi accordé aux utilisateurs de la pension leur permet d’échapper aux règles pourtant d’ordre public du droit de la faillite. Il s’agit incontestablement d’un privilège exorbitant du droit commun qui s’exerce au détriment des autres créanciers de la partie défaillante. Dès lors, on comprend pourquoi l’entrée en vigueur de la convention-cadre, dont la rédaction n’est pas laissée à la libre appréciation des parties, est subordonnée à l’autorisation préalable d’une autorité dont l’indépendance et la neutralité sont incontestables.

D’autres motifs peuvent également être avancés pour justifier l’intervention du gouverneur agissant en sa qualité de président de la Commission bancaire. Citons notamment le souci de concilier les conséquences de la déchéance du terme en présence de l’un des « cas de défaillance » prévus par la convention-cadre avec la nécessaire stabilité des ressources interbancaires.

<sup>1</sup> Article 8-III de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 précitée qui a fait l’objet du commentaire publié dans le Supplément « Études », 3<sup>e</sup> trimestre 1994, du Bulletin de la Banque de France.

C'est cette dernière exigence qui a conduit le gouverneur à indiquer, lorsqu'il a approuvé la convention-cadre le 15 décembre 1994, qu'en aucun cas, la latitude que celle-ci laisse aux parties de déroger par des conventions particulières aux règles fixées par la convention-cadre ne devait être utilisée sans son accord pour ajouter des « cas de défaillance » supplémentaires permettant de résilier d'office l'ensemble des opérations de pension en cours.

Le contrôle ainsi exercé par le gouverneur de la Banque de France, outre qu'il renforce l'autorité de la convention-cadre vis-à-vis de l'étranger notamment, confère à ce texte un rôle original qu'il convient maintenant d'examiner.

### ***1.2. La fonction de la convention-cadre***

Même si l'économie générale de la convention-cadre l'assimile à un acte-règle auquel sont impérativement tenues d'adhérer les parties à une opération de pension sauf à perdre le bénéfice de la compensation (cf. 1.2.1.), il subsiste néanmoins un espace de liberté qui leur permet d'aménager à leur gré, à défaut de la totalité, une partie de leurs relations (cf. 1.2.2.).

#### **1.2.1. Les dispositions impératives de la convention de place**

L'article premier de la convention-cadre qui fixe les principes généraux de ladite convention précise que les parties peuvent en modifier les stipulations. Les modifications ainsi apportées au texte initial doivent être consignées par écrit dans une annexe ou dans un avenant à la convention qui en deviennent alors partie intégrante.

Toutes les dispositions de la convention ne peuvent cependant être modifiées. Entrent notamment dans cette catégorie des dispositions de la convention-cadre sur laquelle les parties n'ont aucune prise : d'une part, les clauses que la loi a prévu expressément de faire figurer dans la convention et, d'autre part, celles dont on peut présumer qu'en leur présence ou inversement en leur absence, le gouverneur de la Banque de France aurait refusé de donner son agrément à la convention-cadre.

##### *1.2.1.1. Les dispositions impératives prévues par la loi*

La loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 précitée n'impose en ce domaine qu'une seule exigence. Pour pouvoir bénéficier de la garantie de la compensation, même en cas de défaillance de leur contrepartie, les signataires de la convention-cadre doivent s'engager à ne conclure que des opérations de pension « opposables aux tiers », c'est-à-dire des pensions assorties de la livraison effective des titres mis en pension. Les pensions en blanc, celles que l'on appelle « non livrées » dans le jargon des gens de marché, ne peuvent en aucun cas bénéficier des garanties offertes par l'article V bis précité : la compensation et la possible résiliation d'office, en cas de défaillance de l'une des parties, des opérations de pension en cours.

##### *1.2.1.2. Les autres dispositions impératives*

Si le législateur a soumis à l'agrément du gouverneur de la Banque de France la convention-cadre, c'est essentiellement pour préserver l'équilibre du contrat et assurer ensuite sa conformité à la réglementation prudentielle et bancaire.

La première exigence conduit à bannir tout avenant à la convention-cadre qui n'en respecterait pas les principes généraux tels qu'ils sont définis dans l'article premier de ladite convention. C'est ce qu'a d'ailleurs rappelé le gouverneur dans sa lettre du 15 décembre 1994.

De même, conviendra-t-il de considérer comme prohibées toutes les dérogations à la convention-cadre qui risqueraient de contrarier la sécurité du système bancaire. C'est ainsi, par exemple, que des conventions particulières ne devront pas être utilisées sans l'accord du gouverneur pour ajouter au texte initial des « cas de défaillance » supplémentaires.

Autre exemple : le «*moratoire administratif*» qui constitue un «*cas de défaillance*» (cf. l'article 1.1.1.3 de la convention-cadre) ne peut être invoqué pour justifier la résiliation anticipée des pensions conclues avec un établissement de crédit confronté à des difficultés de caractère temporaire et en faveur duquel les autorités de tutelle ont obtenu le gel momentané de certaines de ses dettes.

### **1.2.2. Les dispositions supplétives de la convention-cadre**

Toutes les dispositions que la loi et le gouverneur de la Banque de France n'ont pas considérées comme incompatibles avec l'économie de la convention-cadre peuvent faire l'objet d'un avenant au texte initial. Si la détermination des clauses que la loi ne prohibe pas est aisée puisque le législateur exige seulement que les titres soient effectivement livrés pour que le bénéfice de la compensation soit acquis lors de la conclusion d'une pension, il est difficile de se prononcer sur le parti qu'adoptera, à cet égard, le gouverneur de la Banque de France. On sait, en effet, que ce sont des motivations de nature essentiellement prudentielle qui détermineront son attitude concernant d'éventuelles clauses dérogatoires au texte qu'il vient d'approuver. Dès lors, ne peut-on être que très prudent sur le sens des décisions qui seront prises en ce domaine. S'il n'existe aucun doute, par exemple, sur la probable absence d'opposition du gouverneur s'agissant d'une simple modification de la durée de certains délais (par exemple ceux qui sont prévus à l'article 10.1.1.1 de la convention-cadre), la même assurance n'est plus de mise à l'égard des amendements susceptibles d'intervenir dans d'autres domaines, l'extension de la liste des titres pouvant être pris en pension, par exemple.

Aussi, les parties à une opération de pension qui souhaiteraient modifier par avenant certaines stipulations de caractère supplétif contenues dans la convention-cadre agiraient-elles prudemment en ne donnant suite à ce projet qu'après avoir pris au préalable l'attache du Secrétariat général de la Commission bancaire. Toute initiative en ce domaine est nécessairement risquée dans la mesure où les modifications retenues par les opérateurs ne seraient pas ultérieurement entérinées par le gouverneur, ce qui pourrait avoir pour conséquence extrême de faire perdre aux intéressés le bénéfice de la garantie de la compensation.

## **2. L'analyse des principales dispositions de la convention-cadre**

Après un examen des clauses consacrées à la définition des principes généraux de la convention-cadre (cf. 2.1.), il sera procédé à l'analyse succincte des autres dispositions (cf. 2.2.).

### **2.1. Les principes généraux de la convention-cadre**

Les principes généraux sur lesquels repose la convention-cadre ont été regroupés, pour la plupart d'entre eux, dans son article premier (cf. 2.1.1.) ; les autres concernent essentiellement l'appel et la gestion des marges et le droit applicable à la convention-cadre (cf. 2.1.2.).

#### **2.1.1. Les principes généraux de l'article premier**

La convention-cadre repose sur les principes généraux suivants :

- les opérations de pension conclues sous l'égide de la convention-cadre donnent *obligatoirement* lieu à la livraison des titres de manière à rendre l'opération *opposable* aux tiers, notamment à l'administrateur judiciaire désigné en cas de redressement ou de liquidation judiciaires de l'une des parties ;

- l'ensemble des opérations de pension conclues entre deux signataires de la convention-cadre «*forment un tout pour leur résiliation et leur compensation*» dont seul le solde global de liquidation est exigible en cas de défaillance de l'une ou l'autre partie ;

– l'inexécution de ses obligations par l'une des parties donne la possibilité à l'autre partie de résilier l'ensemble des opérations en cours, de conserver les titres remis en pension ou le prix de la rétrocession et d'établir le solde de résiliation déterminé suivant la méthode de valorisation décrite à l'article 11 de la convention-cadre.

Il convient de noter que la survenance d'une «*circonstance nouvelle*» telle que décrite à l'article 10.2.1 de la convention-cadre peut également donner lieu à la résiliation de l'ensemble des opérations de pension affectées par ladite circonstance nouvelle, si la partie concernée le souhaite, selon une procédure décrite aux articles 10.2.2 et 10.2.3.

Une précision complémentaire enfin : la garantie de compensation dont bénéficient les signataires de la convention-cadre n'autorise pas pour autant les établissements de crédit à compenser comptablement et prudentiellement leurs opérations de pension.

### **2.1.2. L'appel et la gestion des marges**

La convention-cadre a tiré avantage de la possibilité offerte par le législateur aux parties de convenir de remises complémentaires de titres en pleine propriété ou de sommes d'argent pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres mis en pension (article 12, paragraphe I, alinéa 4 de la loi du 31 décembre 1993 précédente).

L'article 7 de la convention-cadre pose le principe que, sauf stipulation contraire au moment de la conclusion de la pension, chaque pension donne lieu à la constitution d'une marge en titres ou en argent destinée à garantir le cessionnaire en cas de baisse de la valeur des titres remis en pension. Inversement, en cas de hausse du cours des titres remis en pension, le cessionnaire peut être invité à rétrocéder tout ou partie de la marge qui a été constituée à son profit. Sauf stipulation contraire entre les parties, le seuil de déclenchement des ajustements de marge est le plus élevé des deux chiffres suivants : un million de francs ou 1 % du prix de cession.

La convention-cadre est particulièrement rigoureuse concernant le règlement des marges. C'est ainsi, par exemple, que le délai de trois jours ouvrés dont dispose la partie défaillante pour régulariser sa situation lorsqu'elle se trouve hors d'état de remplir ses obligations (article 10.1.1.1 de la convention-cadre), n'est pas applicable lorsque l'inexécution porte sur la constitution ou la rétrocession des marges. En pareil cas, la défaillance ne peut être que constatée si à réception de la notification de l'inexécution par l'autre partie, la marge appelée n'est pas constituée ou rétrocédée. La résiliation de l'ensemble des opérations de pension en cours peut être demandée, ce qui entraînera la détermination et le paiement du solde de résiliation suivant les modalités fixées à l'article 11 de la convention-cadre.

Il est possible, enfin, de ranger au nombre des principes généraux de la convention-cadre :

- le droit applicable qui est le droit français,
- les tribunaux compétents qui sont les juridictions du ressort de la Cour d'appel de Paris (article 15 de la convention-cadre).

### **2.2. Les autres dispositions de la convention-cadre**

Les autres dispositions de la convention-cadre méritant un commentaire particulier concernent essentiellement la possibilité offerte aux parties de substituer, avant l'échéance de la pension, tout ou partie des titres cédés (cf. 2.2.1.) et les mesures applicables si le paiement du prix de rétrocession ou la livraison des titres n'interviennent pas à la date initialement fixée (cf. 2.2.2.).

### 2.2.1. La substitution des titres

Le précédent « contrat-cadre » ne prévoyait aucune possibilité pour les parties de substituer, avant l'échéance de l'opération, tout ou partie des titres remis en pension. Il s'agit d'une pratique courante à l'étranger sur les places où sont conclues des opérations de « *Repurchase agreement* ». Pour ne pas pénaliser la place de Paris, la possibilité a été offerte aux signataires de la convention-cadre de procéder à la substitution, avant l'échéance, de tout ou partie des titres cédés, avec l'accord du cédant et du cessionnaire et sous réserve qu'à la date de la substitution, les nouveaux titres aient une valeur au moins égale à celle des titres initialement mis en pension qu'ils remplacent.

Une telle clause doit être considérée comme tout à fait compatible avec la nature juridique de la pension dans la mesure où la substitution ne porte aucune atteinte au caractère unitaire de l'opération puisque la substitution n'est en aucun cas assortie de la rétrocession du prix que le cédant doit payer à l'échéance. Elle devrait constituer un argument supplémentaire utilisable par ceux qui assimilent l'opération de pension purement et simplement à une aliénation fiduciaire.

### 2.2.2. Les retards de paiement ou de livraison

L'article 8 de la convention-cadre fixe les pénalités applicables en cas de retard constaté dans le paiement du prix ou dans la livraison des titres.

Dans l'un et l'autre cas, la partie responsable du retard n'est pas considérée comme défaillante. Elle est simplement redevable d'intérêts de retard dont le taux est fixé à l'annexe I de la convention-cadre, sauf stipulations particulières.

Ce taux, pour les opérations libellées en francs français, est le taux des pensions consenties pour cinq à dix jours par la Banque de France pendant la période considérée.

L'approbation de la convention-cadre par le gouverneur de la Banque de France, le 15 décembre 1994, constitue le dernier acte de la longue procédure qui a abouti à donner à l'opération de pension une sécurité quasiment absolue dans la mesure où les titres mis en pension sont effectivement livrés : deux lois, un décret, une convention-cadre ont permis d'aboutir à ce résultat.

Une étude de droit comparé portant sur les instruments utilisés pour garantir la bonne fin des échanges momentanés de trésorerie montrerait qu'à côté du droit français, seul le droit belge est parvenu à un résultat équivalent en ayant recours à des moyens identiques : une intervention du législateur pour définir l'opération de pension — dénommée « cession-rétrocession » en droit belge — complétée par une « convention de place » dont le rôle est analogue à celui qu'a joué jusqu'à présent en France la précédente convention de place, la Banque de France tenant à jour la liste des signataires.

Concernant précisément cette convention de place, ses effets seront momentanément maintenus ainsi que ceux du contrat-cadre précédemment en usage afin que les opérations de pension conclues avant la mise en vigueur de l'actuelle convention-cadre mais non encore parvenues à échéance puissent également bénéficier de la garantie de compensation organisée par la loi du 8 août 1994.

Enfin, pour favoriser la diffusion et l'usage de la nouvelle convention-cadre, une traduction en sera faite en langue anglaise et sera publiée dans la version anglaise du Bulletin de la Banque de France de février 1995.

# LES RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT EN 1993 ET AU PREMIER SEMESTRE 1994

Si 1992 a été marquée par la montée des risques de crédit et l'effort massif de provisionnement qui a été réalisé en conséquence au cours de cet exercice, la rentabilité des établissements de crédit français a encore été affectée en 1993 par la poursuite de la baisse des marges d'intermédiation et le poids des risques. Cette dégradation des marges a été masquée par la forte progression des produits nets sur les opérations de marché qui a été à l'origine de l'augmentation rapide du produit net bancaire. En revanche, le résultat net global du secteur bancaire est très faible. Le retournement des marchés au début de 1994 a de nouveau fait apparaître dans les comptes de résultats de cette période une détérioration générale de la rentabilité que l'on retrouvera pour l'ensemble de l'exercice 1994.

---

OLIVIER JAUDOIN

*Secrétariat général de la Commission bancaire  
Direction de la Surveillance générale et des Analyses du système bancaire  
Service des Études bancaires*

Le Secrétariat général de la Commission bancaire diffuse actuellement le second volume des Analyses comparatives 1993<sup>1</sup>, consacré aux résultats des établissements de crédit. Le premier volume, paru en août 1994, portait sur l'activité des établissements de crédit.

---

<sup>1</sup> Les deux volumes, intitulés respectivement « Analyses comparatives 1993, volume 1 – L'activité des établissements de crédit » et « Analyses comparatives 1993, volume 2 – Les résultats des établissements de crédit » sont en vente au prix de 110 francs chacun au Secrétariat général de la Commission bancaire – 4 rue des Colonnes – 75002 PARIS – Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 46 19.

## 1. Les résultats sociaux en 1993

### *1.1. L'impact du déclin des marges est masqué par la progression des produits de marché*

Le produit net bancaire global a augmenté de 8,1 %, contre 5,1 % en 1992, essentiellement grâce à l'accroissement du produit net des opérations diverses (+ 33,7 %) — instruments financiers à terme, change à terme, services financiers... — et à l'allégement de la charge nette de refinancement interbancaire (- 50,2 %).

À l'inverse, le produit net tiré des opérations avec la clientèle s'est réduit de 5,1 % du fait de la baisse des encours de crédit (- 1,8 % en 1993) et de la baisse des taux d'intérêt, qui a été répercutee assez rapidement sur le taux de base bancaire. Ainsi, la marge d'intermédiation sur les opérations avec la clientèle est passée de 5,99 points à 5,60 points et, plus largement, la marge globale, calculée sur l'activité de prêts et d'emprunts de toutes natures, a décliné de 1,75 point à 1,60 point, prolongeant la baisse observée depuis plusieurs années. Le rendement final des fonds empruntés, qui donne une image plus large de la rentabilité bancaire, s'est également dégradé, passant de 1,98 % à 1,64 %.

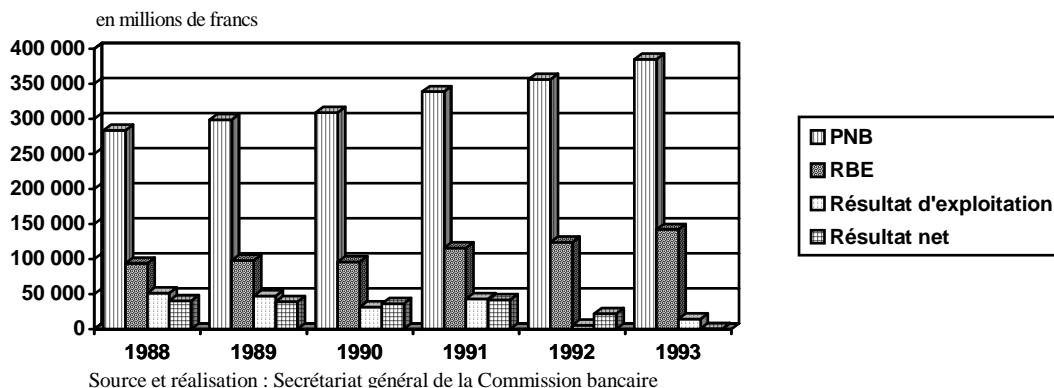
### *1.2. La plus grande maîtrise des frais généraux se confirme, mais l'importance du risque et le recul des produits exceptionnels expliquent la forte baisse du résultat net*

Le ralentissement de la hausse des frais généraux s'est encore accentué (+ 4,0 %, contre + 4,5 % en 1992, + 5,0 % en 1991 et + 6,7 % en 1990), mais les charges de personnel ont augmenté un peu plus rapidement (+ 4,7 %). Le résultat brut d'exploitation a ainsi progressé de 14,7 % en 1993, contre une augmentation de 7,1 % en 1992.

La montée des risques s'est poursuivie en 1993 mais, compte tenu de l'effort de provisionnement réalisé en 1992, la croissance des dotations nettes aux provisions et des pertes irrécupérables a été plus modérée (+13,3 %). Le résultat d'exploitation global s'est donc inscrit en sensible progression (+ 28,7 %), mais son montant est resté trop faible pour compenser la chute du résultat net hors exploitation, qui avait beaucoup augmenté en 1992.

En conséquence, le bénéfice net a très fortement diminué (- 95,3 %, contre - 45,7 % en 1992), passant de 22,1 milliards de francs à 1,0 milliard. La comparaison de l'activité suivant les zones géographiques montre que les résultats en métropole ont été moins bons que pour l'ensemble de l'activité : le produit net bancaire y a en effet augmenté de 7,1 % et le résultat net y est devenu négatif (de 17,8 milliards de francs à - 5,3 milliards). Même si le montant des pertes s'est accru, il convient de noter que le nombre d'établissements en perte nette rapporté à celui de l'ensemble des assujettis s'est légèrement réduit, puisqu'il est passé de 24,7 % en 1992 à 23,7 % en 1993.

### ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT Principaux soldes – Résultats sociaux



## 2. Les résultats consolidés en 1993

L'étude des résultats consolidés des huit principaux groupes d'établissements de crédit de la place confirme les tendances constatées sur les résultats sociaux, à savoir une progression plus rapide du produit net bancaire (+ 6,4 % en 1993, contre + 5,0 % en 1992), avec une croissance encore marquée des produits et charges hors intermédiation traditionnelle, et un effort de provisionnement accru (+ 25,5 %, contre + 20,8 % en 1992), en dépit de comportements relativement hétérogènes. En raison de l'alourdissement de cette charge, le bénéfice net global consolidé (part du groupe) a régressé de 51,5 % (- 45,8 % en 1992) pour s'établir à 3,5 milliards de francs en 1993. Les bénéfices proviennent, globalement, exclusivement des filiales étrangères, les résultats des maisons mères et des filiales françaises étant négatifs.

## 3. La rentabilité des grandes banques internationales en 1993

Hormis aux États-Unis et au Royaume-Uni, où la croissance s'est confirmée, l'activité économique a stagné ou s'est réduite dans les pays sous revue<sup>1</sup>. La baisse des taux d'intérêt a été générale, tant sur le court terme que sur le long terme, et les prix négociés sur les marchés de capitaux ont été marqués par une forte volatilité.

La rentabilité bancaire a connu une évolution favorable en Allemagne, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Suisse, facilitée par l'essor des gains sur les opérations de marché. À l'inverse, les systèmes bancaires japonais, italien, espagnol et français ont connu une dégradation de leur rentabilité en 1993.

Le durcissement des conditions d'activité s'est surtout traduit par la dégradation confirmée de la qualité des risques liée à la récession. En outre, les grandes banques internationales se sont maintenues à un niveau de concurrence élevé qui a retenti sur celui des marges.

Sur un plan général, le produit net bancaire s'est accru sensiblement (+ 14,0 %, contre + 7,1 % en 1992) du fait de la progression rapide des résultats hors activité d'intermédiation. Globalement forte, la croissance du résultat brut d'exploitation a été plus diversifiée, les banques japonaises enregistrant ainsi une baisse de ce solde. Mais c'est la qualité des actifs qui a été le principal facteur de différenciation au niveau des résultats nets d'exploitation, qui se sont réduits en Espagne, en France et au Japon.

<sup>1</sup> Allemagne, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni, Suisse

L'évolution du bénéfice net met de nouveau en évidence deux groupes de pays. Les systèmes bancaires américain et britannique ont bénéficié, après une phase de restructuration, de conditions de refinancement et d'exploitation plus favorables qu'auparavant. De même, les banques allemandes et suisses ont affiché en 1993 une rentabilité nette supérieure à celle de l'année précédente, grâce à une qualité des actifs relativement bonne et à des efforts de restructuration. À l'inverse, les autres systèmes bancaires ont vu leur rentabilité nette se dégrader fortement sous l'impact de la montée des risques de crédit, qui se sont manifestés notamment par des pertes importantes parmi les principaux groupes de chacun de ces deux pays.

#### 4. La rentabilité bancaire au cours du premier semestre de 1994

Le retournement des marchés financiers au début de 1994 a de nouveau fait apparaître dans les comptes de résultats de cette période une détérioration générale de la rentabilité.

Le ralentissement de l'activité de crédit et le recul des gains sur les activités de marché ont été à l'origine, au premier semestre 1994, d'une baisse de la rentabilité brute d'exploitation. Le produit net bancaire s'est ainsi réduit de 7,8 % et, malgré une bonne maîtrise des frais généraux (+ 1,8 %), le résultat brut d'exploitation a fléchi de 29,0 % par rapport au premier semestre de 1993.

Sous l'effet de la baisse d'activité et du niveau élevé de couverture des risques déjà atteint, l'effort de provisionnement réalisé au 30 juin 1994 a été moindre qu'en 1993 (- 13,8 %). En dépit de cet allégement, le résultat net global a de nouveau baissé (- 47,7 %, contre - 39,7 % au premier semestre 1993).

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES AUX PREMIER ET DEUXIÈME TRIMESTRES DE 1994

Les résultats de l'enquête-titres pour le premier et le deuxième trimestre 1994 reflètent la détérioration des marchés financiers intervenue à partir de février 1994, après une année de forte expansion.

Le ralentissement de la baisse des taux courts et la brusque remontée des taux longs ajoutés aux médiocres résultats affichés par les sociétés ont été à l'origine du *repli des cours des actions et des obligations*.

Ces évolutions se sont répercutées négativement sur les performances des *titres d'OPCVM long terme*<sup>1</sup>. Toutefois les comportements des souscripteurs de ces titres ont été très contrastés puisque l'on a enregistré une nette progression de souscriptions de titres d'OPCVM actions, alors que des dégagements importants ont été opérés sur les titres d'OPCVM obligataires.

Les *OPCVM monétaires* ont été les seuls à offrir des performances honorables au premier semestre 1994. Le mouvement de désinvestissement intervenu en 1993 sur ce type de placement s'est sensiblement atténué.

L'examen, sur la même période, des comportements sectoriels, montre que :

<sup>1</sup> Selon Europerformance

- les désengagements des *ménages* vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires se sont poursuivis, mais à un rythme moins soutenu qu'en 1993. L'augmentation en volume du portefeuille d'actions des particuliers liée essentiellement aux privatisations (Elf Aquitaine, UAP), a représenté 8 % de celui-ci ;
- l'épargne investie en valeurs mobilières par les *sociétés* a progressé globalement de 4,2 % grâce, notamment, aux acquisitions d'obligations d'État ;
- à l'inverse, les *non-résidents* ont sensiblement allégé leur position en obligations françaises (- 23,7 %), particulièrement en obligations d'État ;
- les *investisseurs institutionnels* (entreprises d'assurance et caisses de retraite et OPCVM) ont augmenté leurs placements en dépit du contexte boursier défavorable.

À la fin du premier semestre 1994, les *ménages restaient les premiers détenteurs de valeurs mobilières* (toutes catégories confondues) avec 30,5 % des portefeuilles analysés.

À la même date, on dénombrait dans l'enquête *16 millions de comptes-titres* (- 3,2 % par rapport à décembre 1993) dont environ *2,9 millions de PEA*.

Le *portefeuille moyen des ménages était de 124 600 francs*, contre 137 000 francs environ, un an plus tôt. Le montant moyen des PEA recensés dans l'enquête atteignait pour sa part 58 000 francs, contre 60 400 francs à fin décembre 1993.

L'*enquête du premier semestre 1994 a porté sur un échantillon considérablement élargi* comprenant, outre les établissements informateurs précédents<sup>1</sup>, trois banques importantes et la Caisse des dépôts et consignations.

L'échantillon couvrait, à fin juin 1994, 59 % des *actions françaises cotées*, 80 % des *obligations françaises* et 74 % des *titres d'OPCVM* (contre respectivement 41 %, 54 % et 67 % pour l'enquête précédente portant sur l'année 1993).

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

---

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

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

---

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

## 1. Résultats globaux

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

<b>COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>				
	(en pourcentage)			
	Décembre 1993 (colonne 1)	Décembre 1993 (colonne 2)	Mars 1994 (colonne 3)	Juin 1994 (colonne 4)
<b>PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)</b>				
Actions françaises cotées.....	41,3	53,4	57,1	58,9
Obligations françaises .....	53,5	81,3	80,7	79,5
<b>PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM</b>				
Titres d'OPCVM français.....	66,5	75,0	74,1	74,3
OPCVM monétaires .....	62,8 (a)	79,7	79,6	78,4

(a) OPCVM court terme à fin décembre 1993 (ancien échantillon)  
Réalisation : Banque de France  
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 14 décembre 1994

À échantillon constant (colonnes 2, 3 et 4), la représentativité de l'enquête à fin juin 1994 s'est améliorée par rapport à décembre 1993, pour les actions françaises cotées (+ 5,5 points). Elle s'est légèrement réduite pour les autres valeurs.

Du fait de l'élargissement de l'échantillon, la présente enquête à une couverture sensiblement accrue par rapport à l'enquête de l'année 1993, publiée dans le Bulletin de la Banque de France d'août 1994 (colonne 1). Ainsi, pour l'échéance de fin décembre 1993, pour laquelle on dispose à la fois d'informations selon l'ancien et le nouvel échantillon (colonnes 1 et 2), la représentativité de l'enquête ressort en amélioration d'environ 12 points pour les actions cotées, 28 points pour les obligations françaises et 8,5 points pour les titres d'OPCVM français.

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

	<b>STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE</b>					
	Échantillon de l'enquête			Capitalisation boursière		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Actions françaises cotées.....	32,5	32,8	32,5	42,3	40,8	39,4
Obligations françaises .....	67,5	67,2	67,5	57,7	59,2	60,6
<b>TOTAL.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Comme pour les enquêtes précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est passé de 9,8 points à 6,9 points au cours du premier semestre 1994 mais reste cependant élevé. Certaines entreprises conservent et gèrent les actions qu'elles émettent au nominatif pur. Cela peut expliquer la sous-représentativité des actions cotées dans l'enquête en dépit de l'élargissement important de l'échantillon qui a été opéré à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1994.

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

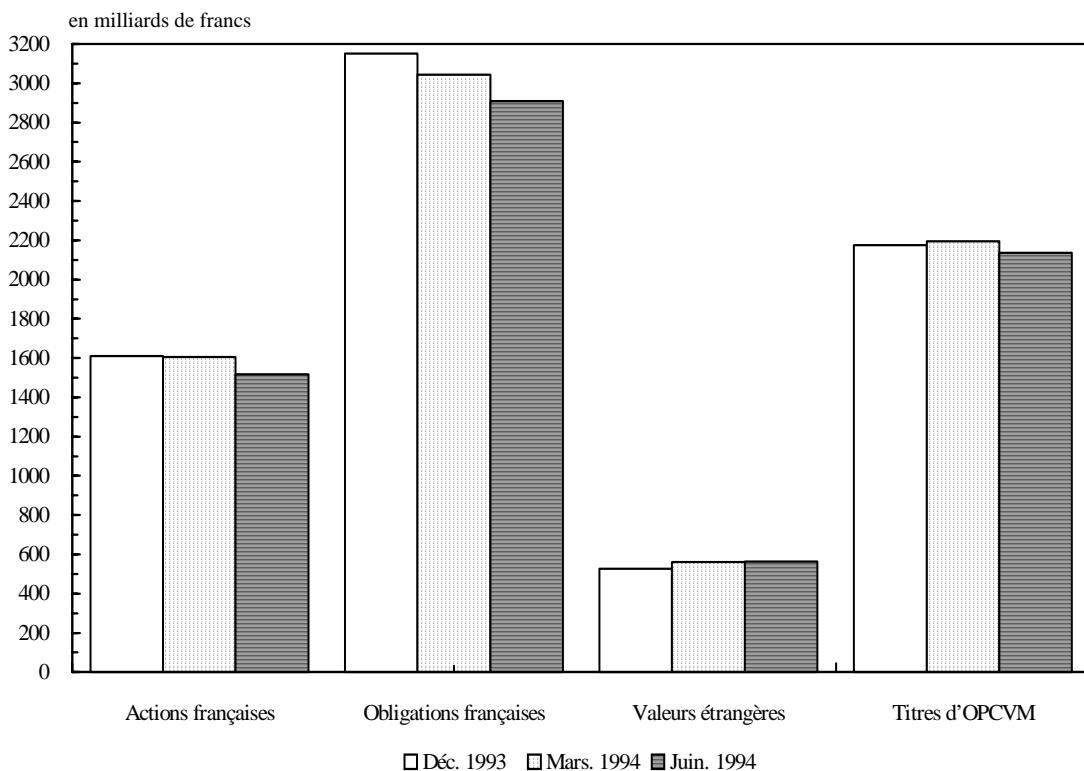
	<b>ÉVOLUTION DES EN COURS ET STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES</b>							
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
ACTIONS.....	1 842 757	1 845 809	1 753 410	0,2	- 5,0	24,7	24,9	24,6
Françaises cotées.....	1 517 756	1 486 004	1 399 928	- 2,1	- 5,8	20,3	20,1	19,6
Françaises non cotées.....	92 325	118 010	118 031	27,8	0,0	1,2	1,6	1,7
Étrangères .....	232 676	241 795	235 451	3,9	- 2,6	3,1	3,3	3,3
OBLIGATIONS.....	3 446 477	3 361 969	3 236 601	- 2,5	- 3,7	46,2	45,4	45,4
Françaises.....	3 152 004	3 042 862	2 909 631	- 3,5	- 4,4	42,2	41,1	40,8
Étrangères .....	294 473	319 107	326 970	8,4	2,5	3,9	4,3	4,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 140 552	2 158 497	2 098 563	0,8	- 2,8	28,7	29,2	29,4
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	992 231	984 217	968 152	- 0,8	- 1,6	13,3	13,3	13,6
OPCVM obligataires et titres de créances.....	641 923	640 959	602 180	- 0,2	- 6,1	8,6	8,7	8,4
OPCVM actions.....	162 359	174 104	167 019	7,2	- 4,1	2,2	2,4	2,3
OPCVM diversifiés.....	43 681	49 920	53 836	14,3	7,8	0,6	0,7	0,8
OPCVM garantis.....	60 041	60 977	56 627	1,6	- 7,1	0,8	0,8	0,8
Autres titres d'OPCVM.....	240 317	248 320	250 749	3,3	1,0	3,2	3,4	3,5
OPCVM monétaires.....	79 195	76 648	86 856	- 3,2	13,3	1,1	1,0	1,2
Autres titres d'OPCVM..	161 122	171 672	163 893	6,5	- 4,5	2,2	2,3	2,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	36 047	37 723	38 698	4,6	2,6	0,5	0,5	0,5
<b>TOTAL.....</b>	<b>7 465 833</b>	<b>7 403 998</b>	<b>7 127 272</b>	<b>- 0,8</b>	<b>- 3,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse du trimestre (évaluation fraction courue du coupon compris, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un faible montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent au siège des sociétés.

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

## ÉVOLUTION DES PORTEFEUILLES DE LA CLIENTÈLE-TITRES



Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Au cours du premier semestre 1994, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a diminué de 4,5 %. En 1993, pour la même période, les portefeuilles avaient à l'inverse progressé de 9,3 %.

Les actions françaises cotées et les obligations françaises ont diminué de près de 8 % alors que l'encours des titres d'OPCVM français ne s'est contracté que de 2 %. Dans ce contexte négatif, les valeurs étrangères se sont très bien comportées (+ 6,7 % sur le semestre). Pour les valeurs françaises, la dégradation a été beaucoup plus marquée au deuxième trimestre qu'au premier. Les portefeuilles en actions cotées et en obligations françaises détenus en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM ont ainsi perdu 5,6 % et 4,7 %, contre 1,2 % et 2,9 % au premier trimestre.

Les statistiques d'Européformance montrent, par ailleurs, qu'au premier semestre 1994 la variation de l'encours global des SICAV a été négative (- 56,2 milliards de francs).

Pour les *SICAV de trésorerie* (- 13 milliards de francs), l'augmentation des encours liée à la capitalisation des intérêts a compensé pour une large part l'excédent des rachats sur les souscriptions.

Les souscriptions nettes positives des *SICAV actions* et *diversifiées* ont, à l'inverse, presque compensé les performances négatives des placements (variation de l'encours - 8,1 milliards de francs).

Les plus mauvais résultats ont été enregistrés par les *SICAV obligataires* (- 35,1 milliards de francs), en raison des mauvaises performances des marchés obligataires liées à la hausse des taux à long terme, qui ont également donné un coup d'arrêt aux souscriptions.

Les évolutions qui sont intervenues au cours du premier semestre 1994 ont modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était à fin décembre 1993 (-0,7 point pour les actions françaises cotées et -1,4 point pour les obligations françaises). Pour les titres d'OPCVM, la comparaison n'est valable qu'entre la fin du deuxième et la fin du premier trimestre dans la mesure où le changement de classification des titres d'OPCVM a conduit à appliquer au total des portefeuilles de titres d'OPCVM, détenus à fin 1993, la structure « nouvelle classification » connue seulement à partir de mars 1994. On observe simplement qu'au deuxième trimestre, la structure des titres d'OPCVM ne s'est pratiquement pas modifiée.

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

L'évolution de la valeur des portefeuilles pendant la période considérée résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes<sup>1</sup>.

Au premier trimestre 1994, la diminution des portefeuilles d'*actions cotées* et d'*obligations* a été moins forte que celle des indices des cours boursiers (respectivement -2,1 % et -3,5 %, contre -5,7 % et -5,6 %). On observe, par ailleurs, que la contraction des portefeuilles de l'enquête-titres a été beaucoup plus modérée que celle de la capitalisation boursière pour les actions (-2,1 %, contre -8,5 %) et d'un ordre de grandeur semblable pour les obligations (-3,5 %, contre -2,8 %).

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* recensés dans l'enquête a progressé de 0,8 %, contre 2 % pour l'actif net de ces organismes<sup>2</sup>. Pour les *titres d'OPCVM monétaires*, l'évolution apparaît très proche (-1 %).

<sup>1</sup> Souscriptions + achats – ventes, pour les actions  
Souscriptions + achats – ventes – remboursements, pour les obligations  
Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

<sup>2</sup> Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM

<sup>2</sup> Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

*Au deuxième trimestre 1994, on observe de nouveau pour les *actions et les obligations* une diminution moins accentuée que celle des indices de cours boursiers (– 5,8 % et – 4,4 %, contre – 10,7 % et – 5,6 %). Au premier semestre de l'année 1994, le volume des acquisitions nettes d'actions semble donc avoir été important. Comme au premier trimestre, la diminution des portefeuilles d'actions cotées dans l'enquête a été plus modérée que celle de la capitalisation boursière (– 5,8 %, contre – 8,7 %). Pour les obligations, elle a été un peu plus sensible (+ 1,5 point).*

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* dans l'enquête a fléchi de 3 % environ comme l'actif net des SICAV et des fonds communs de placement.

On observe enfin une évolution positive des portefeuilles de *valeurs étrangères* dans l'enquête au *premier semestre* (environ 7 %).

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

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

*Au premier trimestre 1994, la réduction globale des portefeuilles (– 0,8 % par rapport à décembre 1993) recouvre des évolutions opposées selon les différents secteurs (cf. 1.3.), les excellents résultats des sociétés (+ 6,7 %) et des associations et groupements divers (+ 8,2 %) contrastant avec la contraction générale des portefeuilles des autres secteurs (sauf pour les établissements de crédit, par ailleurs sous-représentés dans l'enquête).*

*Au deuxième trimestre, la diminution globale des portefeuilles a atteint 3,7 %. On observe cependant que les portefeuilles des sociétés d'assurance et caisse de retraite se sont redressés (+ 1 %, contre – 1,7 % au trimestre précédent) et que les avoirs des associations et groupements divers ont continué de progresser mais plus faiblement.*

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
ACTIONS .....	393 797	382 639	367 727	- 2,8	- 3,9	18,1	18,1	18,3
Françaises cotées.....	313 042	302 623	288 784	- 3,3	- 4,6	14,4	14,3	14,4
Françaises non cotées.....	25 274	26 531	27 918	5,0	5,2	1,2	1,3	1,4
Étrangères .....	55 481	53 485	51 025	- 3,6	- 4,6	2,6	2,5	2,5
OBLIGATIONS.....	535 444	510 902	486 560	- 4,6	- 4,8	24,7	24,2	24,3
Françaises.....	527 886	502 899	479 372	- 4,7	- 4,7	24,3	23,8	23,9
Étrangères .....	7 558	8 003	7 188	5,9	- 10,2	0,3	0,4	0,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	1 217 732	1 193 422	1 127 658	- 2,0	- 5,5	56,1	56,5	56,2
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	479 902	452 592	433 335	- 5,7	- 4,3	22,1	21,4	21,6
OPCVM obligataires et titres de créances.....	508 234	502 270	468 708	- 1,2	- 6,7	23,4	23,8	23,4
OPCVM actions.....	121 288	128 482	121 389	5,9	- 5,5	5,6	6,1	6,1
OPCVM diversifiés.....	13 777	18 161	19 606	31,8	8,0	0,6	0,9	1,0
OPCVM garantis.....	56 762	57 184	52 273	0,7	- 8,6	2,6	2,7	2,6
Autres titres d'OPCVM								
OPCVM monétaires.....	9 820	8 768	8 544	- 10,7	- 2,6	0,5	0,4	0,4
Autres titres d'OPCVM..	27 949	25 965	23 803	- 7,1	- 8,3	1,3	1,2	1,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	22 894	24 430	23 612	6,7	- 3,3	1,1	1,2	1,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>2 169 867</b>	<b>2 111 393</b>	<b>2 005 557</b>	<b>- 2,7</b>	<b>- 5,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Les portefeuilles d'actions et d'obligations des *ménages* ont diminué au cours des deux trimestres de manière relativement régulière ; les portefeuilles en titres d'OPCVM français se sont contractés beaucoup plus fortement au deuxième trimestre (- 5,5 %, contre - 2 % au premier trimestre). Les OPCVM obligataires qui représentent la composante la plus importante des titres d'OPCVM détenus par les ménages (environ 23 %) ont perdu en effet 6,7 % de leur valeur en un trimestre, en raison des mauvaises performances des portefeuilles d'OPCVM investis en obligations. Les OPCVM actions, après une progression spectaculaire au premier trimestre (près de 6 %), ont retrouvé à fin juin leur niveau de décembre 1993.

Au premier semestre, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont néanmoins progressé de 8 % grâce aux offres publiques de vente lancées en janvier et mai 1994 par la société Elf Aquitaine et par l'UAP. Les portefeuilles obligataires ont également augmenté de 1,7 %.

Le repli observé sur les OPCVM monétaires à partir du milieu de l'année 1993 s'est poursuivi au cours des six premiers mois de 1994 (- 10 %).

*Dans le portefeuille des ménages, le PEA bancaire représentait 167,8 milliards de francs à fin juin 1994 (sur une collecte totale hors liquidités de 183,3 milliards environ<sup>1</sup>).*

### **STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA au 30 juin 1994**

	Encours des portefeuilles-titres		Encours des PEA		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres en pourcentage
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions.....	316 702	34,5	56 268	33,5	17,8
Obligations.....	479 372	52,2	45 112	26,9	9,4
Titres d'OPCVM actions.....	121 389	13,2	66 422	39,6	54,7
<b>TOTAL.....</b>	<b>917 463</b>	<b>100,0</b>	<b>167 802</b>	<b>100,0</b>	<b>18,3</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Il ressort du tableau précédent que dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM actions est nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 21 points) et que l'inverse est observé dans les PEA (écart de 6 points au bénéfice des OPCVM actions).

On remarque, par ailleurs, que l'importance relative des titres gérés sous dossier PEA est trois fois plus grande pour les titres d'OPCVM actions que pour les actions gérées en direct (respectivement 55 % et 18 %).

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

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

	<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>							
	(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)							
	Sociétés			Variation (en pourcentage)		Structure		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
ACTIONS.....	306 815	321 329	310 780	4,7	- 3,3	39,2	38,4	38,1
Françaises cotées.....	215 449	217 682	207 218	1,0	- 4,8	27,5	26,0	25,4
Françaises non cotées.....	41 791	52 200	51 604	24,9	- 1,1	5,3	6,2	6,3
Étrangères .....	49 575	51 447	51 958	3,8	1,0	6,3	6,2	6,4
OBLIGATIONS.....	130 630	148 887	149 773	14,0	0,6	16,7	17,8	18,3
Françaises.....	111 247	134 965	133 077	21,3	- 1,4	14,2	16,1	16,3
Étrangères .....	19 383	13 922	16 696	- 28,2	19,9	2,5	1,7	2,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	341 897	360 335	350 330	5,4	- 2,8	43,6	43,1	42,9
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	254 975	266 320	263 844	4,4	- 0,9	32,5	31,9	32,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	44 458	47 124	40 850	6,0	- 13,3	5,7	5,6	5,0
OPCVM actions .....	10 413	12 009	11 476	15,3	- 4,4	1,3	1,4	1,4
OPCVM diversifiés.....	4 363	5 032	6 904	15,3	37,2	0,6	0,6	0,8
OPCVM garantis.....	269	218	584	- 19,0	167,9	0,0	0,0	0,1
Autres titres d'OPCVM								
OPCVM monétaires.....	13 161	12 631	13 362	- 4,0	5,8	1,7	1,5	1,6
Autres titres d'OPCVM..	14 258	17 001	13 310	19,2	- 21,7	1,8	2,0	1,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	4 344	5 571	5 443	28,2	- 2,3	0,6	0,7	0,7
<b>TOTAL.....</b>	<b>783 686</b>	<b>836 122</b>	<b>816 326</b>	<b>6,7</b>	<b>- 2,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Le portefeuille des *sociétés*, en forte hausse à la fin du premier trimestre par rapport à décembre 1993 (+ 6,7 %) en dépit d'une conjoncture peu favorable, a fléchi de manière sensible au deuxième trimestre (- 2,4 %).

Les *trois premiers mois de l'année 1994* ont été marqués par la progression spectaculaire des obligations détenues en direct par les sociétés (+ 21,3 %, soit près de 27 % en volume) et par celle, plus modeste mais qui mérite d'être soulignée, des titres d'OPCVM monétaires (+ 4 %), dans le prolongement de ce qui avait été observé en 1993. Les OPCVM actions dont les encours sont relativement peu importants dans les portefeuilles des sociétés ont progressé de 15 %. On observe par ailleurs, qu'indépendamment de la baisse des cours, la progression des actions a atteint près de 7 %.

Le *deuxième trimestre* a été nettement moins favorable et la valeur de toutes les principales composantes du portefeuille des sociétés a diminué. Corrigé de l'évolution négative des indices, le portefeuille en obligations françaises a néanmoins progressé de 4 % environ (6 % pour les actions cotées).

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

Pour la première fois, l'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est légèrement contracté (-0,9 %).

Au premier semestre 1994, les obligations françaises et les OPCVM monétaires ont contribué à hauteur de 2,8 points et 1,2 point à l'évolution globale des encours (+ 4,2 %).

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
	(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)							
	Entreprises d'assurances et caisses de retraite			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
<b>ACTIONS</b> .....	150 224	147 266	141 078	- 2,0	- 4,2	11,5	11,5	10,9
Françaises cotées.....	128 257	127 105	120 896	- 0,9	- 4,9	9,8	9,9	9,3
Françaises non cotées.....	1 787	1 878	1 773	5,1	- 5,6	0,1	0,1	0,1
Étrangères .....	20 180	18 283	18 409	- 9,4	0,7	1,5	1,4	1,4
<b>OBLIGATIONS</b> .....	900 234	885 330	897 227	- 1,7	1,3	68,8	68,9	69,1
Françaises .....	822 837	795 272	794 654	- 3,3	- 0,1	62,9	61,9	61,2
Étrangères .....	77 397	90 058	102 573	16,4	13,9	5,9	7,0	7,9
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>FRANÇAIS</b> .....	255 492	250 244	257 527	- 2,1	2,9	19,5	19,5	19,8
<i>OPCVM « maison »</i>								
OPCVM monétaires.....	76 621	70 827	69 074	- 7,6	- 2,5	5,9	5,5	5,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	44 991	43 736	47 288	- 2,8	8,1	3,4	3,4	3,6
OPCVM actions.....	24 994	25 850	26 531	3,4	2,6	1,9	2,0	2,0
OPCVM diversifiés.....	22 798	22 929	22 811	0,6	- 0,5	1,7	1,8	1,8
OPCVM garantis.....	850	929	984	9,3	5,9	0,1	0,1	0,1
<i>Autres titres d'OPCVM</i>								
OPCVM monétaires.....	24 719	24 134	26 183	- 2,4	8,5	1,9	1,9	2,0
Autres titres d'OPCVM ..	60 519	61 839	64 656	2,2	4,6	4,6	4,8	5,0
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>ÉTRANGERS</b> .....	2 271	2 945	2 796	29,7	- 5,1	0,2	0,2	0,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>1 308 221</b>	<b>1 285 785</b>	<b>1 298 628</b>	<b>- 1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite a peu varié au cours du premier semestre 1994 (-0,7 %). Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'obligations ont progressé de 7,5 % et les portefeuilles d'actions de 10,1 %. On remarque l'augmentation importante des valeurs étrangères, pour l'essentiel des obligations (+ 23,9 %).

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Associations et groupements divers							
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
ACTIONS .....	10 927	10 744	10 551	- 1,7	- 1,8	8,3	7,6	7,2
Françaises cotées.....	8 878	8 645	8 478	- 2,6	- 1,9	6,8	6,1	5,8
Françaises non cotées.....	661	761	798	15,1	4,9	0,5	0,5	0,5
Étrangères .....	1 388	1 338	1 275	- 3,6	- 4,7	1,1	0,9	0,9
OBLIGATIONS.....	29 340	30 961	31 477	5,5	1,7	22,4	21,8	21,6
Françaises.....	28 518	30 029	30 571	5,3	1,8	21,7	21,2	21,0
Étrangère .....	822	932	906	13,4	- 2,8	0,6	0,7	0,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	90 705	99 950	103 526	10,2	3,6	69,1	70,4	71,0
OPCVM « maison »								
OPCVM monétaires.....	65 258	69 416	74 745	6,4	7,7	49,7	48,9	51,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	18 276	19 806	19 230	8,4	- 2,9	13,9	14,0	13,2
OPCVM actions.....	1 019	1 724	1 649	69,2	- 4,4	0,8	1,2	1,1
OPCVM diversifiés.....	556	915	1 457	64,6	59,2	0,4	0,6	1,0
OPCVM garantis.....	77	168	222	118,2	32,1	0,1	0,1	0,2
Autres titres d'OPCVM								
OPCVM monétaires.....	1 104	1 445	2 303	30,9	59,4	0,8	1,0	1,6
Autres titres d'OPCVM..	4 415	6 476	3 920	46,7	- 39,5	3,4	4,6	2,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	222	250	260	12,6	4,0	0,2	0,2	0,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>131 194</b>	<b>141 905</b>	<b>145 814</b>	<b>8,2</b>	<b>2,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Le portefeuille des associations et groupements divers a évolué positivement au cours du premier semestre 1994 tout en marquant un ralentissement assez net au deuxième trimestre. Les titres d'OPCVM monétaires ont contribué à hauteur de 7,2 points à l'évolution globale des portefeuilles (+ 11,1 %). En 1993, la progression des encours avait été liée à celle des titres d'OPCVM à moyen et long terme et, dans une moindre mesure, des obligations françaises.

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

Études

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Administrations publiques:							
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
<b>ACTIONS</b> .....	103 699	94 280	60 002	- 9,1	- 36,4	67,0	68,5	56,6
Françaises cotées.....	103 510	94 125	59 862	- 9,1	- 36,4	66,9	68,4	56,4
Françaises non cotées.....	33	7	1	- 78,8	- 85,7	0,0	0,0	0,0
Étrangères .....	156	148	139	- 5,1	- 6,1	0,1	0,1	0,1
<b>OBLIGATIONS</b> .....	35 630	27 626	27 198	- 22,5	- 1,5	23,0	20,1	25,6
Françaises .....	34 496	26 395	25 900	- 23,5	- 1,9	22,3	19,2	24,4
Étrangères .....	1 134	1 231	1 298	8,6	5,4	0,7	0,9	1,2
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>FRANÇAIS</b> .....	15 394	15 636	18 853	1,6	20,6	9,9	11,4	17,8
<i>OPCVM « maison »</i>								
OPCVM monétaires.....	2 293	3 767	4 136	64,3	9,8	1,5	2,7	3,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	383	629	755	64,2	20,0	0,2	0,5	0,7
OPCVM actions.....	23	37	44	60,9	18,9	0,0	0,0	0,0
OPCVM diversifiés.....	10	16	17	60,0	6,3	0,0	0,0	0,0
OPCVM garantis.....	1	1	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>								
OPCVM monétaires.....	7 610	6 333	9 128	- 16,8	44,1	4,9	4,6	8,6
Autres titres d'OPCVM ..	5 074	4 853	4 772	- 4,4	- 1,7	3,3	3,5	4,5
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>ÉTRANGERS</b> .....	5	3	2	- 40,0	- 33,3	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>154 728</b>	<b>137 545</b>	<b>106 055</b>	<b>- 11,1</b>	<b>- 22,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Le portefeuille global des administrations publiques a diminué successivement de 11 % et 23 % aux premier et deuxième trimestres 1994, sous l'effet, notamment de la baisse des cours des actions et des obligations.

En volume, le portefeuille d'actions, majoritaires au sein des valeurs détenues par les administrations publiques, a été réduit d'un quart entre mars et juin 1994.

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Non-résidents							
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
ACTIONS.....	458 327	452 457	443 940	- 1,3	- 1,9	44,0	46,1	48,8
Françaises cotées.....	440 781	433 514	426 475	- 1,6	- 1,6	42,3	44,2	46,8
Françaises non cotées.....	1 281	1 564	1 714	22,1	9,6	0,1	0,2	0,2
Étrangères .....	16 265	17 379	15 751	6,8	- 9,4	1,6	1,8	1,7
OBLIGATIONS.....	563 735	507 817	446 863	- 9,9	- 12,0	54,2	51,8	49,1
Françaises.....	506 374	445 070	391 222	- 12,1	- 12,1	48,7	45,4	43,0
Étrangères .....	57 361	62 747	55 641	9,4	- 11,3	5,5	6,4	6,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	17 422	18 330	18 007	5,2	- 1,8	1,7	1,9	2,0
<i>OPCVM « maison »</i>								
OPCVM monétaires.....	7 754	7 800	7 994	0,6	2,5	0,7	0,8	0,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	5 980	6 375	5 456	6,6	- 14,4	0,6	0,7	0,6
OPCVM actions .....	967	1 027	1 031	6,2	0,4	0,1	0,1	0,1
OPCVM diversifiés.....	587	541	552	- 7,8	2,0	0,1	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	37	38	10	2,7	- 73,7	0,0	0,0	0,0
Autres titres d'OPCVM								
OPCVM monétaires.....	650	759	606	16,8	- 20,2	0,1	0,1	0,1
Autres titres d'OPCVM...	1 447	1 790	2 358	23,7	31,7	0,1	0,2	0,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	1 330	1 832	1 493	37,7	- 18,5	0,1	0,2	0,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>1 040 814</b>	<b>980 436</b>	<b>910 303</b>	<b>- 5,8</b>	<b>- 7,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

Le portefeuille des non-résidents, recensé par l'enquête, s'est contracté de 12,5 % au cours du premier semestre 1994. Corrigés des évolutions des indices de cours, les encours d'actions françaises cotées ont augmenté de 12,6 % ; à l'inverse, les non-résidents ont cédé près de 12 % de leur portefeuille d'obligations, prolongeant ainsi le mouvement amorcé en 1993.

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

Études

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Établissements de crédit et assimilé:							
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Décembre 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
<b>ACTIONS</b> .....	155 335	174 271	161 168	12,2	- 7,5	28,0	29,6	28,8
Françaises cotées.....	111 221	112 621	101 495	1,3	- 9,9	20,1	19,1	18,1
Françaises non cotées.....	18 103	29 659	29 118	63,8	- 1,8	3,3	5,0	5,2
Étrangères .....	26 011	31 991	30 555	23,0	- 4,5	4,7	5,4	5,5
<b>OBLIGATIONS</b> .....	271 290	277 562	264 106	2,3	- 4,8	49,0	47,1	47,2
Françaises .....	214 226	217 669	200 219	1,6	- 8,0	38,7	37,0	35,8
Étrangères .....	57 064	59 893	63 887	5,0	6,7	10,3	10,2	11,4
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>FRANÇAIS</b> .....	123 859	135 519	131 686	9,4	- 2,8	22,4	23,0	23,5
<i>OPCVM « maison »</i>								
OPCVM monétaires.....	63 421	67 869	66 841	7,0	- 1,5	11,4	11,5	11,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	14 215	15 050	14 071	5,9	- 6,5	2,6	2,6	2,5
OPCVM actions.....	371	910	937	145,3	3,0	0,1	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	1 069	1 528	1 460	42,9	- 4,5	0,2	0,3	0,3
OPCVM garantis.....	379	484	521	27,7	7,6	0,1	0,1	0,1
<i>Autres titres d'OPCVM</i>								
OPCVM monétaires.....	3 996	3 742	3 880	- 6,4	3,7	0,7	0,6	0,7
Autres titres d'OPCVM ..	40 408	45 936	43 976	13,7	- 4,3	7,3	7,8	7,9
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>ÉTRANGERS</b> .....	3 671	1 403	2 819	- 61,8	100,9	0,7	0,2	0,5
<b>TOTAL</b> .....	<b>554 155</b>	<b>588 755</b>	<b>559 779</b>	<b>6,2</b>	<b>- 4,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

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

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS</b>								
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	OPCVM							
	Encours			Variation (en pourcentage)		Structure (en pourcentage)		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994/ Déc. 1993	Juin 1994/ Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
<b>ACTIONS</b> .....	263 633	262 823	258 164	- 0,3	- 1,8	19,9	19,9	20,1
Françaises cotées.....	196 618	189 689	186 720	- 3,5	- 1,6	14,9	14,3	14,5
Françaises non cotées.....	3 395	5 410	5 105	59,4	- 5,6	0,3	0,4	0,4
Étrangères .....	63 620	67 724	66 339	6,5	- 2,0	4,8	5,1	5,2
<b>OBLIGATIONS</b> .....	980 174	972 884	933 397	- 0,7	- 4,1	74,1	73,6	72,6
Françaises.....	906 420	890 563	854 616	- 1,7	- 4,0	68,5	67,4	66,5
Étrangères .....	73 754	82 321	78 781	11,6	- 4,3	5,6	6,2	6,1
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>FRANÇAIS</b> .....	78 051	85 061	90 976	9,0	7,0	5,9	6,4	7,1
<i>OPCVM « maison »</i>								
OPCVM monétaires.....	42 007	45 626	48 183	8,6	5,6	3,2	3,5	3,8
OPCVM obligataires et titres de créances.....	5 386	5 969	5 822	10,8	- 2,5	0,4	0,5	0,5
OPCVM actions .....	3 284	4 065	3 962	23,8	- 2,5	0,2	0,3	0,3
OPCVM diversifiés.....	521	798	1 029	53,2	28,9	0,0	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	1 666	1 955	2 032	17,3	3,9	0,1	0,1	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>								
OPCVM monétaires.....	18 135	18 836	22 850	3,9	21,3	1,4	1,4	1,8
Autres titres d'OPCVM..	7 052	7 812	7 098	10,8	- 9,1	0,5	0,6	0,6
<b>TITRES D'OPCVM</b>								
<b>ÉTRANGERS</b> .....	1 310	1 289	2 273	- 1,6	76,3	0,1	0,1	0,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>1 323 168</b>	<b>1 322 057</b>	<b>1 284 810</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 2,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

L'encours total des *OPCVM* a diminué de près de 3 % pendant le premier semestre de l'année 1994. Hors moins-values, les portefeuilles d'obligations françaises ont augmenté cependant de 5,2 % et les portefeuilles d'actions de 10,8 %, soit des évolutions tout à fait comparables à celles des sociétés d'assurance et des caisses de retraite.

## 2.2. Structure des portefeuilles des groupes de porteurs

La structure des portefeuilles a subi des modifications relativement importantes au cours du premier semestre 1994.

Celles-ci concernent les portefeuilles :

- des *sociétés*, dont la part relative en actions françaises cotées s'est réduite de plus de 2 points au profit des obligations françaises ;
- des *entreprises d'assurance et des caisses de retraite*, dont la part relative en obligations françaises et en actions françaises cotées s'est contractée respectivement de 1,7 point et 0,5 point au profit des obligations étrangères (+ 2 points) ;
- des *associations et groupements divers*, dont la part relative en actions françaises cotées et en obligations françaises a baissé de 1,0 point et 0,7 point au profit des titres d'OPCVM français ;

- des *administrations publiques*, dont la part relative en actions françaises cotées s'est réduite de plus de 10 points au profit des titres d' OPCVM français (+ 8 points) et des obligations françaises ;
- des *non-résidents*, dont la part relative en obligations françaises s'est contractée de 5,7 points pour l'essentiel au profit des actions françaises cotées (+ 4,5 points) ;
- des *OPCVM* enfin, dont la part relative en obligations françaises a baissé de 2 points au profit des valeurs étrangères (+ 1 point) et des titres d'OPCVM français.

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

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

<b>RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>									
(en pourcentage)									
	Actions								
	françaises cotées			françaises non cotées			étrangères		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Ménages.....	22,3	22,0	22,2	34,1	30,0	31,4	26,8	25,5	24,9
Sociétés.....	15,3	15,9	16,0	56,3	59,1	58,0	24,0	24,5	25,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite .....	9,1	9,3	9,3	2,4	2,1	2,0	9,8	8,7	9,0
Associations et groupements divers.....	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6
Administrations publiques.....	7,4	6,9	4,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Non-résidents.....	31,3	31,6	32,8	1,7	1,8	1,9	7,9	8,3	7,7
OPCVM.....	14,0	13,8	14,4	4,6	6,1	5,7	30,8	32,3	32,4
<b>TOTAL hors établissements de crédit</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Titres d'OPCVM français						Titres d'OPCVM étrangers		
	OPCVM français			dont monétaires			étrangers		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Ménages.....	60,4	59,0	57,3	48,8	46,6	44,9	70,7	67,3	65,8
Sociétés.....	17,0	17,8	17,8	26,7	28,2	28,2	13,4	15,3	15,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite .....	12,7	12,4	13,1	10,1	9,6	9,7	7,0	8,1	7,8
Associations et groupements divers.....	4,5	4,9	5,3	6,6	7,2	7,8	0,7	0,7	0,7
Administrations publiques.....	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Non-résidents.....	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	4,1	5,0	4,2
OPCVM.....	3,9	4,2	4,6	6,0	6,5	7,2	4,0	3,5	6,3
<b>TOTAL hors établissements de crédit</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82									
Mise à jour le 14 décembre 1994									

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

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

(en pourcentage)

	Obligations						TOTAL		
	françaises			étrangères					
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Ménages.....	18,0	17,8	17,7	3,2	3,1	2,7	31,4	31,0	30,5
Sociétés.....	3,8	4,8	4,9	8,2	5,4	6,3	11,3	12,3	12,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite .....	28,0	28,1	29,3	32,6	34,7	39,0	18,9	18,9	19,8
Associations et groupements divers.....	1,0	1,1	1,1	0,3	0,4	0,3	1,9	2,1	2,2
Administrations publiques .	1,2	0,9	1,0	0,5	0,5	0,5	2,2	2,0	1,6
Non-résidents.....	17,2	15,8	14,4	24,2	24,2	21,1	15,1	14,4	13,9
OPCVM .....	30,9	31,5	31,5	31,1	31,8	29,9	19,1	19,4	19,6
<b>TOTAL</b> <b>hors établissements de crédit</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

La répartition par groupes de porteurs des valeurs autres que celles détenues par les établissements de crédit s'est sensiblement modifiée au cours du premier semestre 1994.

La part des *ménages* est revenue de 31,4 % à la fin de 1993 à 30,5 % (- 0,9 point), tandis que celles des entreprises d'assurance et caisses de retraite et des OPCVM ont augmenté et sont proches de 20,0 %.

Les *non-résidents* détiennent environ un tiers des *actions françaises cotées* du sous-ensemble analysé (soit 1,5 point de plus qu'à fin décembre 1993), les ménages en détiennent 22,2 %.

Plus des trois-cinquièmes des *obligations françaises* du sous-ensemble examiné sont détenus par les assurances et caisses de retraite et les OPCVM, les ménages arrivant en troisième position avec 18,0 %. La part des non-résidents dans ce sous-ensemble (14,4 %) a baissé de 2,8 points en six mois.

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

<b>RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>									
	(en pourcentage)								
	monétaires			obligations et titres de créances			actions		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Ménages.....	51,7	49,4	48,1	81,0	80,2	79,7	74,9	74,2	73,1
Sociétés.....	27,5	29,1	29,3	7,1	7,5	6,9	6,4	6,9	6,9
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	8,2	7,7	7,7	7,2	7,0	8,0	15,4	14,9	16,0
Associations et groupements divers.....	7,0	7,6	8,3	2,9	3,2	3,3	0,6	1,0	1,0
Administrations publiques.	0,2	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Non-résidents.....	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6
OPCVM .....	4,5	5,0	5,3	0,9	1,0	1,0	2,0	2,3	2,4
<b>TOTAL hors établissements de crédit</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
OPCVM « maison »									
diversifiés									
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
	32,3	37,5	37,4	95,1	94,5	93,2			
Ménages.....	32,3	37,5	37,4	95,1	94,5	93,2			
Sociétés.....	10,2	10,4	13,2	0,5	0,4	1,0			
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	53,5	47,4	43,6	1,4	1,5	1,8			
Associations et groupements divers.....	1,3	1,9	2,8	0,1	0,3	0,4			
Administrations publiques.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Non-résidents.....	1,4	1,1	1,1	0,1	0,1	0,0			
OPCVM .....	1,2	1,6	2,0	2,8	3,2	3,6			
<b>TOTAL hors établissements de crédit.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>			
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82									
Mise à jour le 14 décembre 1994									

## ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres 1994

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

(en pourcentage)

	OPCVM « non maison »					
	monétaires			autres titres d'OPCVM		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Ménages.....	13,1	12,0	10,3	23,2	20,7	19,8
Sociétés .....	17,5	17,3	16,1	11,8	13,5	11,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	32,9	33,1	31,6	50,1	49,2	53,9
Associations et groupements divers.....	1,5	2,0	2,8	3,7	5,2	3,3
Administrations publiques.....	10,1	8,7	11,0	4,2	3,9	4,0
Non-résidents.....	0,9	1,0	0,7	1,2	1,4	2,0
OPCVM .....	24,1	25,8	27,5	5,8	6,2	5,9
<b>TOTAL hors établissements de crédit.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
OPCVM étrangers						
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
	70,7	67,3	65,8	60,5	59,1	57,5
Ménages.....	13,4	15,3	15,2	16,9	17,8	17,8
Sociétés .....	7,0	8,1	7,8	12,6	12,3	13,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	0,7	0,7	0,7	4,4	4,9	5,2
Associations et groupements divers.....	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,9
Administrations publiques.....	4,1	5,0	4,2	0,9	1,0	1,0
Non-résidents.....	4,0	3,5	6,3	3,9	4,2	4,7
<b>TOTAL hors établissements de crédit.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

À fin juin 1994, les ménages détenaient 57,5 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements crédit), contre 60,5 % six mois auparavant (48,1 %, contre 51,7 % pour les OPCVM monétaires maison<sup>1</sup> et 79,7 %, contre 81 % pour les OPCVM obligations et titres de créances). Les sociétés, au deuxième rang des détenteurs de titres d'OPCVM, possédaient 17,8 % du sous-ensemble analysé, contre 16,9 % à fin décembre 1993 (29,3 %, contre 27,5 % pour les OPCVM monétaires maison).

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

Parmi les obligations, recensées dans l'enquête, les *valeurs d'État* (autres par celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 41,0 % des obligations recensées dans l'enquête à fin juin 1994<sup>1</sup>, sont détenues essentiellement par les OPCVM (36,2 %) et les non-résidents (34,8 %), la part de ces derniers, dans le sous-ensemble analysé, s'est réduite de 8,3 points au cours du premier semestre 1994 au profit notamment des OPCVM (+ 3,3 points), des sociétés (+ 2,9 points) et des entreprises d'assurance et caisses de retraite (+ 2,4 points).

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

(en pourcentage)

	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Ménages .....	7,1	7,2	7,2
Sociétés.....	1,4	3,9	4,3
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	11,5	12,4	13,9
Associations et groupements divers.....	0,8	1,1	1,2
Administrations publiques.....	3,2	2,3	2,4
Non-résidents.....	43,1	37,7	34,8
OPCVM.....	32,9	35,4	36,2
<b>TOTAL hors établissements de crédit.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

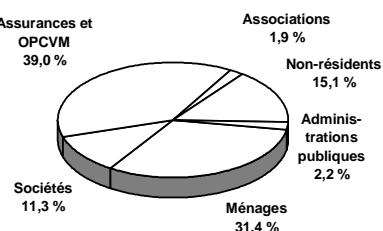
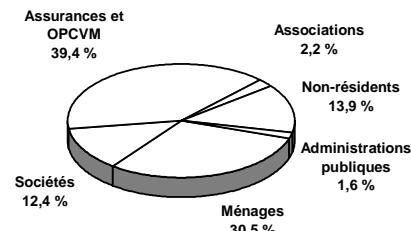
(a) Sous-échantillon

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

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

**Décembre 1993****Juin 1994**

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

<sup>1</sup> Pour un sous-échantillon représentant lui-même 78,0 % des encours d'obligations

Les ménages, qui détenaient, à fin décembre 1993, près de 50 % des titres d'*OPCVM monétaires* autres que ceux détenus par les établissements de crédit, en détiennent près de 4 points de moins à la fin du premier semestre de 1994.

### 2.5. Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs

	COMPTES-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS					
	Ménages			Sociétés		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
Actions.....	24 324	23 023	22 855	1 180 630	1 194 812	1 153 023
Obligations.....	33 073	30 741	30 240	502 666	553 612	555 672
OPCVM.....	76 629	73 279	71 552	1 332 342	1 360 564	1 319 951
<b>TOTAL.....</b>	<b>134 026</b>	<b>127 043</b>	<b>124 647</b>	<b>3 015 638</b>	<b>3 108 988</b>	<b>3 028 646</b>

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

À fin juin 1994, on démontrait dans l'enquête 16 089 908 *comptes-titres de ménages* (-3,2 % par rapport à décembre 1993) dont environ 2,9 millions de PEA (18 % du total des comptes-titres).

Il est intéressant de mettre en parallèle ces résultats et ceux de l'enquête Sofrès d'avril 1994 sur la détention de valeurs mobilières en France, réalisée à la demande de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et de la Société des bourses françaises – Bourse de Paris, dont il ressortait que 11,2 millions de français étaient détenteurs de valeurs mobilières (26 % de la population âgée de plus de 15 ans).

Au cours du premier semestre 1994, le montant du compte-titre moyen des ménages a diminué de 7 %. La baisse a concerné l'ensemble des valeurs du portefeuille même si elle a affecté plus fortement les obligations. À fin juin 1994, le compte-titres moyen des ménages s'élevait à 124 647 francs ; à la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 58 000 francs.

Le montant du compte-titres moyen des sociétés a augmenté de 0,4 % au cours du premier semestre 1994.

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

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

#### 3.1. Structure du portefeuille des ménages

Aucune différence de structure importante n'apparaît au premier semestre 1994 dans les portefeuilles gérés par les différents groupes. Les titres d'OPCVM sont toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire (entre 51 % et 59 % à fin juin).

Par ailleurs, un quart du portefeuille en titres est composé d'actions françaises chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, et d'obligations françaises chez les trois grandes banques et les « autres établissements ».

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES</b>									
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse			Les trois grandes banques			Autres établissements		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
<b>ACTIONS</b>									
Actions françaises.....	25,4	24,4	24,7	19,2	19,1	19,3	12,4	12,7	12,9
Actions étrangères.....	9,1	8,8	9,0	3,6	3,6	3,5	1,3	1,3	1,4
<b>OBLIGATIONS</b>									
Obligations françaises.....	8,1	7,6	6,2	23,6	23,2	23,1	26,4	25,7	26,0
Obligations étrangères.....	0,9	0,9	0,9	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b> .....									
OPCVM monétaires .....	24,4	23,5	25,0	19,8	19,2	19,5	23,3	22,6	22,5
OPCVM autres .....	30,0	32,4	31,8	31,1	32,5	31,9	36,2	36,9	36,5
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS</b> .....									
TOTAL .....	2,1	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	0,2	0,4	0,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82									
Mise à jour le 14 décembre 1994									

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

### 3.2. Structure du portefeuille des sociétés

La structure du portefeuille des sociétés pour les trois groupes de gestionnaires considérés s'est peu modifiée au cours du premier semestre 1994. On observe cependant un léger fléchissement de la part des titres d'OPCVM monétaires (- 1,4 point) dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, qui privilégièrent par ailleurs les actions françaises et étrangères (de l'ordre de 75 %).

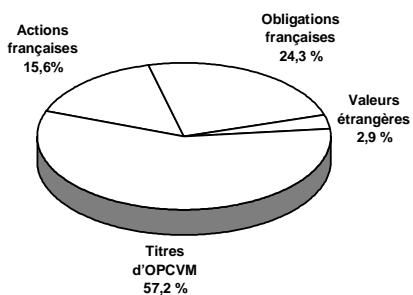
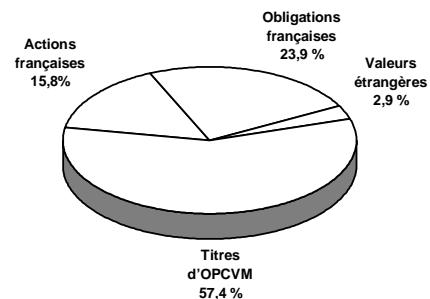
Les actions occupent une place importante (environ 30 %) dans les portefeuilles gérés par les trois grandes banques. Chez les « autres établissements », ce sont les obligations qui arrivent en deuxième position (30 % également), après les titres d'OPCVM.

Chez les trois grandes banques et les « autres établissements », on observe une diminution de la part relative des actions françaises au cours du premier semestre (- 1,7 point et - 1,6 point) compensée, chez les « autres établissements » notamment, par une progression de 5 points des obligations françaises.

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES</b>									
(en pourcentage)									
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse			Les trois grandes banques			Autres établissements		
	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994	Décembre 1993	Mars 1994	Juin 1994
<b>ACTIONS</b>									
Actions françaises.....	60,6	61,2	60,9	27,0	27,3	25,3	13,2	12,1	11,6
Actions étrangères .....	12,7	12,4	12,8	4,0	4,3	4,9	2,6	2,4	2,0
<b>OBLIGATIONS</b>									
Obligations françaises.....	8,8	8,7	8,7	10,0	9,5	9,8	22,5	27,4	27,6
Obligations étrangères.....	0,5	0,5	0,6	2,6	2,7	3,1	4,1	1,8	2,4
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>									
OPCVM monétaires.....	12,0	10,5	10,6	40,0	38,7	40,0	44,3	44,3	45,1
OPCVM autres .....	5,0	6,1	5,8	15,2	16,6	15,9	13,0	11,4	10,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

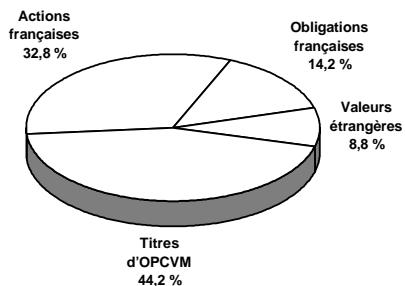
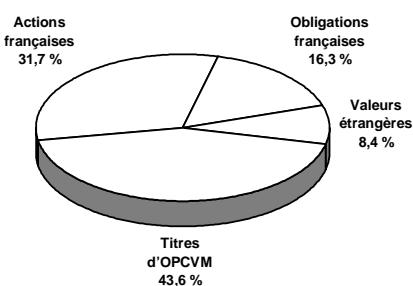
Mise à jour le 14 décembre 1994

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES****Décembre 1993****Juin 1994**

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS****Décembre 1993****Juin 1994**

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

# LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 329 déclarations  
et portant sur la période du 3 au 15 octobre 1994)

Entre début juillet et octobre 1994, les taux moyens des crédits aux entreprises ont dans l'ensemble légèrement progressé. Sur un an, en dépit d'une légère remontée en fin de période, des baisses sont enregistrées quelles que soient les catégories considérées.

---

ÉVELYNE FAM  
*Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles*

*Entre début juillet et début octobre, les taux moyens des crédits aux entreprises ont été, dans l'ensemble, en légère hausse, à l'exception des taux appliqués aux opérations d'escompte (- 0,12 point) et aux autres crédits à court terme (- 0,03 point). Les hausses ont atteint 0,03 point pour les autorisations contractuelles de découvert et 0,16 point pour les concours à moyen et long terme.*

Sur la même période, le taux moyen au jour le jour et le TIOP à un mois se sont faiblement réduits, respectivement de 0,05 point et 0,12 point ; le TIOP à trois mois a connu une quasi-stabilité (+ 0,01 point).

Le TBB, quant à lui, a été augmenté d'un quart de point, passant de 7,70 % à 7,95 % début septembre.

*S'agissant des évolutions du coût des crédits selon la nature des concours et les tranches de montant, les hausses ont surtout concerné les crédits inférieurs à 500 000 francs, atteignant 0,58 point pour les autres crédits à court terme compris entre 300 000 francs et 500 000 francs.*

Concernant les crédits d'un montant supérieur à 500 000 francs, les évolutions ont été plus contrastées. Les variations se sont ainsi étagées de + 0,25 point pour les crédits à moyen et long terme (d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 francs) et - 0,51 point pour les découverts (compris entre 2 000 000 francs et 10 000 000 francs).

Les taux des crédits à moyen et long terme ont tous légèrement progressé, quel que soit le montant du crédit (de 0,04 point à 0,25 point).

*Sur un an, soit entre octobre 1993 et octobre 1994, en dépit d'une légère remontée en fin de période, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses comprises entre 0,99 point pour les prêts à moyen et long terme et 1,42 point pour les autres prêts à court terme.*

L'examen par montant fait ressortir que toutes les catégories ont connu une baisse sur un an allant de 0,38 point pour les autres crédits à court terme (d'un montant compris entre 100 000 francs et 300 000 francs) et 1,78 point pour les découverts (d'un montant supérieur à 10 000 000 francs).

Sur la même période, le TBB a baissé de 0,45 point, passant de 8,40 % début octobre 1993 à 7,95 % début octobre 1994.

Le taux moyen au jour le jour a baissé de 1,71 point, le TIOP à un mois de 1,64 point et celui à trois mois de 1,33 point.

Catégories de crédit	TAUX OBSERVÉS						(en pourcentage)	
	Par tranche de montant en milliers de francs							
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000		
ESCOMPTE								
moyen	11,09	10,30	9,93	9,23	8,08	6,92	7,95	
Taux minimum	6,06	5,94	6,18	5,71	5,71	5,56		
maximum	14,21	14,21	13,45	14,21	12,20	9,30		
DÉCOUVERT								
moyen	12,43	10,92	9,75	8,82	7,45	6,71	7,61	
Taux minimum	5,61	5,81	5,70	5,70	5,66	5,69		
maximum	15,85	15,85	15,85	15,85	11,15	9,55		
AUTRES COURT TERME								
moyen	9,47	9,84	9,54	8,06	6,81	6,22	6,49	
Taux minimum	6,81	5,93	6,01	5,68	5,56	5,56		
maximum	13,90	13,90	12,50	13,90	11,55	9,05		
MOYEN ET LONG TERME								
moyen	8,68	8,36	8,33	8,12	7,51	(a)	7,94	
Taux minimum	6,65	6,42	6,22	6,12	5,83	(a)		
maximum	12,15	11,50	11,50	10,95	9,65	(a)		

(a) Aucun crédit n'a été recensé pour cette catégorie durant la période sous revue.

## ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

# BULLETIN OFFICIEL

# BULLETIN OFFICIEL

---

## **Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire**

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### **Banque de France**

**Lettre du gouverneur adressée  
au délégué général de l'Association  
française des banques, portant  
approbation de la Convention-cadre  
relative aux opérations de pension livrée  
(Article 16 de la loi n° 94-679 du  
8 août 1994)**

– en date du 15 décembre 1994

Monsieur le délégué général,

Par une lettre en date du 8 novembre 1994, vous m'avez soumis le texte du projet de convention-cadre relative aux opérations de pension livrée qui a été élaboré par la profession bancaire. En effet, conformément à l'article 16 de la loi du 8 août 1994 qui a modifié la loi du 31 décembre 1993 définissant le régime juridique de ces opérations, les dettes et créances afférentes aux opérations de pension sont compensables selon les modalités prévues par une convention-cadre dont les termes doivent être approuvés par le gouverneur de la Banque de France, en sa qualité de président de la Commission bancaire.

Je vous informe que ce projet recueille mon entière approbation sous réserve des précisions suivantes que je vous serais obligé de bien vouloir porter à la connaissance de vos adhérents.

□ En premier lieu, s'agissant de l'article 10.1.1.3, j'observe qu'il fait de l'octroi d'un moratoire administratif un cas de défaillance permettant à l'autre partie de prononcer la résiliation anticipée des opérations en cours avec toutes les

conséquences que cette résiliation entraîne. La référence à un moratoire administratif vise essentiellement les procédures susceptibles d'être appliquées à certaines contreparties étrangères. Il est bien entendu que les termes « *moratoire administratif* » doivent être interprétés de manière stricte. En aucun cas, par exemple, il n'est envisageable que puissent être assimilées à un tel moratoire les procédures informelles par lesquelles les autorités de tutelle françaises obtiendraient un gel volontaire de certaines créances afin d'éviter l'aggravation des difficultés temporaires qu'un établissement signataire de la présente convention-cadre pourrait rencontrer.

Par ailleurs, j'ai noté que la convention-cadre autorise les parties, notamment au point « D » de l'annexe 1, à déroger par des conventions particulières aux règles qu'elle fixe. Mon approbation n'est donc donnée que pour autant que les dérogations particulières portent sur des points d'application qui ne remettent pas en cause l'équilibre général de la convention tel qu'il résulte du texte que vous m'avez soumis et que ces dérogations respectent les principes généraux de la convention comme le rappelle son article 1.2. Je considère notamment que les conventions particulières ne doivent pas être utilisées sans mon accord pour ajouter des cas de défaillances supplémentaires.

Vous évoquez dans votre lettre deux questions qui ont retenu l'attention du Conseil de l'Association française des banques.

Sur le premier point, concernant les opérations de pension conclues sous l'empire de contrats-cadres établis par des organismes professionnels tels que l'International Securities Market Association et la Public Securities Association, je suis bien conscient de l'intérêt qu'il y aurait tant pour les banques françaises que pour leurs contreparties étrangères à bénéficier des dispositions de l'article 16 de la loi du 8 août 1994, d'autant que ces conventions sont très semblables à celle qui a été élaborée sous l'égide de votre Association ; il me semble, toutefois, qu'en l'état actuel du droit, il n'est pas possible d'appliquer à ces conventions la

même procédure d'approbation qu'à la convention-cadre que vous venez de me soumettre.

Sur le second point, qui concerne le régime des opérations de pension conclues avant la mise en vigueur de la présente convention-cadre et régies par le contrat-cadre qui avait fait l'objet de la lettre adressée par mon prédécesseur, le 17 juin 1991, au président de l'Association française des établissements de crédit, je ne vois aucun inconvénient à faire bénéficier ces opérations des dispositions susvisées de la loi du 8 août 1994 ; en effet, les deux conditions mises par cette loi à la possibilité de compenser sont réunies : le contrat-cadre de 1991 prévoit effectivement la compensation des sommes que les parties peuvent se devoir en cas de résiliation anticipée de leurs opérations réciproques ; quant à l'approbation du gouverneur, elle me paraît suffisamment résulter des termes de la lettre du 17 juin 1991 susvisée.

Enfin, je vous informe que, dans le souci de favoriser la diffusion et l'usage de la nouvelle convention-cadre, j'ai demandé à mes services d'en élaborer une traduction en langue anglaise. La présente lettre, le texte de la convention-cadre ainsi que sa traduction seront publiés au Bulletin de la Banque de France.

La Banque, en ce qui la concerne, adhèrera à la présente convention de place, suivant des modalités qui vous seront précisées ultérieurement.

J'adresse une copie de cette lettre et de la convention au président de la Commission des opérations de bourse, au président de l'Association française des établissements de crédit ainsi qu'aux présidents des autres associations professionnelles concernées.

Veuillez agréer, Monsieur le délégué général, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Jean-Claude TRICHET

### ***Convention-cadre relative aux opérations de pension livrée***

Entre les soussignés :

**Partie A** dont le siège social se trouve à  
représentée par :  
d'une part,

Et :

**Partie B** dont le siège social se trouve à  
représentée par :  
d'autre part,  
ci-après dénommées « Les Parties ».

Les Parties sont convenues de la présente Convention-Cadre (la « Convention ») pour régir leurs Pensions présentes et futures, les globaliser et bénéficier de toutes dispositions législatives s'y appliquant, notamment l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 modifiée (la « Loi ») ainsi que des textes d'application subséquents.

### ***Article premier – principes généraux de la convention***

1.1 Les principes généraux de la Convention, (les « Principes Généraux ») sont les suivants :

- les Pensions régies par la Convention sont exclusivement celles visées par l'article 12 de la Loi et donnant lieu à livraison selon les modalités prévues au décret n° 94-350 du 2 mai 1994 ;
- les Pensions régies par la Convention forment un tout pour leur résiliation et leur compensation ;
- la survenance d'un Cas de Défaillance pour une Partie donne le droit à l'autre de résilier l'ensemble des Pensions régies par la Convention, de compenser les dettes et créances réciproques afférentes et d'établir un Solde de Résiliation à recevoir ou à payer ; et
- ce Solde de Résiliation est déterminé selon une méthode de calcul établie par la Convention qui reflète la valeur économique des Pensions à la date de leur résiliation et tient compte de la Marge constituée par une Partie auprès de l'autre.

1.2 Les Parties peuvent, dans le respect des Principes Généraux, modifier les termes de la Convention en utilisant l'annexe 1, qui fait partie intégrante de la Convention, ou par voie d'avenant. Ces modifications s'appliquent alors en priorité.

## **Article 2 – définitions**

### **« Agent de Calcul »**

Personne (Partie ou tiers) mentionnée à l'annexe 1 A, dont le rôle est précisé à l'article 7.2 ;

### **« Cas de Défaillance »**

Événement mentionné à l'article 10.1.1 ;

### **« Circonstance Nouvelle »**

Événement mentionné à l'article 10.2.1 ;

### **« Confirmation »**

Document matérialisant l'accord des Parties sur les termes d'une Pension conclue entre elles et reprenant ses caractéristiques spécifiques ;

### **« Date de Cession »**

Date de commencement d'une Pension, à laquelle les Titres mis en pension sont cédés moyennant paiement du Prix de Cession au cédant, telle qu'indiquée dans la Confirmation correspondante ;

### **« Date de Résiliation »**

Date à laquelle intervient la résiliation de l'ensemble des Pensions conclues entre les Parties ou, lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1, des seules Pensions affectées par cette Circonstance Nouvelle. Cette date est :

a) si l'il s'agit d'un Cas de Défaillance visé à l'article 10.1.1.5, le jour du jugement de redressement ou de liquidation judiciaire ou de toute procédure équivalente ou, au choix de la Partie Non Défaillante mentionné dans la notification de résiliation, le jour de la publication dudit jugement ou de ladite procédure ; et

b) dans les autres cas, le Jour Ouvré choisi par la Partie notifiant la résiliation devant se situer entre la date de réception de la notification et le dixième Jour Ouvré inclus suivant cette date ;

### **« Date de Rétrocession »**

Date d'échéance d'une Pension, à laquelle les Titres mis en pension sont rétrocédés moyennant paiement du Prix de Rétrocession au cessionnaire, telle que fixée lors de la conclusion de la Pension (et indiquée dans la Confirmation correspondante)

ou au cours de la Pension, sous réserve du respect du préavis initialement fixé ;

### **« Date de Valorisation »**

Date à laquelle il est procédé à la détermination des Écarts de Valeur des Pensions avec Marge, telle que précisée à l'annexe 1 A ;

### **« Devise »**

Toute monnaie librement convertible et transférable, y compris l'Écu ;

### **« Devise de Référence »**

Devise choisie par les Parties dans laquelle sont exprimés et versés la Marge et le Solde de Résiliation, telle que précisée à l'annexe 1 A ;

### **« Écart de Valeur »**

Pour une Pension déterminée, risque encouru (hors Marge) par une Partie sur l'autre du fait de l'évolution de la Valeur des Titres mis en pension, constaté à une Date de Valorisation et défini à l'annexe 1 C ;

### **« Intérêts de Retard »**

Intérêts calculés sur toute somme due par une Partie à une autre et non versée au taux (dit Taux de Retard) défini à l'annexe 1 A ;

### **« Jour Ouvré »**

Jour entier où les Banques sont ouvertes pour le règlement d'opérations interbancaires sur la place financière mentionnée à l'annexe 1 A ;

### **« Marge »**

À une date donnée, les sommes d'argent et Titres remis en pleine propriété à une Partie en application des dispositions de l'article 7.2 et de l'annexe 1 C, tels que valorisés à ladite date ;

### **« Marge Initiale de Sécurité »**

Pour une Pension déterminée, niveau d'ajustement convenu par les Parties lors de sa conclusion, permettant de déterminer le Prix de Cession à partir de la quantité et de la Valeur des Titres mis en pension ;

### **« Montant Dû »**

Pour une Pension résiliée et une Partie déterminée, la somme des paiements qui étaient dus par cette Partie et n'ont pas eu lieu (pour quelque raison que ce soit) à la Date de Résiliation et des Intérêts de Retard afférents, calculés depuis leur date d'échéance jusqu'à la Date de Résiliation ;

**« Pension »**

Opération par laquelle une Partie cède en pleine propriété à l'autre, moyennant un prix convenu, des Titres et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les Titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus ;

**« Pension avec Marge »**

Toute Pension autre que celles pour lesquelles les Parties ont expressément exclu, dans les Confirmations correspondantes, l'application des dispositions de l'article 7 et de l'annexe 1 C ;

**« Prix de Cession »**

Pour une Pension déterminée, montant versé par le cessionnaire à la Date de Cession (compte tenu de la Marge Initiale de Sécurité, si elle existe), en contrepartie de la livraison par le cédant des Titres mis en pension ;

**« Prix de Rétrocession »**

Pour une Pension déterminée, montant versé par le cédant à la Date de Rétrocession, en contrepartie de la livraison par le cessionnaire des Titres mis en pension ;

**« Solde de Résiliation »**

Montant établi à la Date de Résiliation par la Partie Non Défaillante ou la Partie Non Affectée, conformément aux dispositions de l'article 11.1 ;

**« Taux de la Pension »**

Pour une Pension déterminée, taux d'intérêt convenu entre les Parties lors de sa conclusion, en application duquel sera calculé le Prix de Rétrocession de ladite Pension ;

**« Taux de Référence »**

Taux d'intérêt exprimé dans la Devise de Référence déterminant le coût d'immobilisation des sommes d'argent constituant la Marge, tel que précisé à l'annexe 1 A ;

**« Titres »**

Valeurs, titres ou effets visés à l'article 3 ;

**« Valeur de la Marge »**

À une Date de Valorisation quelconque :

- pour la partie de la Marge constituée de sommes d'argent, valeur desdites sommes à la Date de Valorisation précédente (après éventuel ajustement de Marge à cette date), majorée des intérêts courus, calculés au Taux de Référence pour la période allant de la Date de Valorisation

précédente à la Date de Valorisation considérée ; et

- pour la partie de la Marge constituée de Titres, Valeur desdits Titres à la Date de Valorisation considérée (avant éventuel ajustement à cette date) ;

**« Valeur du (des) Titre(s) »**

À une date déterminée :

- si le Titre en question est coté sur une bourse de valeurs, dernier cours dudit Titre à la date considérée, majoré le cas échéant du coupon couru à ladite date ;

- si le Titre fait, sur son marché principal, l'objet d'un relevé de cours effectué à l'initiative d'une banque centrale ou d'un organisme à l'autorité incontestée, ledit cours à la date considérée majoré le cas échéant du coupon couru à ladite date ; et

- dans les autres cas, moyenne du prix de vente et d'achat dudit Titre à 15 h 00 (heure locale) à cette date coté par deux intervenants de premier rang autres que les Parties, majoré le cas échéant du coupon couru à ladite date.

***Article 3 – titres admissibles ; substitution de titres***

3.1 Les Parties conviennent que les Pensions conclues entre elles pourront porter sur les valeurs, titres ou effets définis ci-après :

- les valeurs mobilières (autres que les actions) inscrites à la cote officielle d'un marché français ou étranger ;

- les valeurs (autres que les actions) inscrites à la cote du second marché ;

- les titres de créances négociables sur un marché réglementé français ou étranger ; et

- les effets publics ou privés (sous réserve, pour les effets privés, que chaque Partie soit un établissement de crédit).

3.2 Les Parties peuvent à tout moment convenir de substituer à des Titres déjà mis en pension d'autres Titres, sous réserve qu'à la date à laquelle elles décident de la substitution les nouveaux Titres aient une Valeur au moins égale à celle des Titres initialement mis en pension auxquels ils sont substitués. La substitution se réalise, dans les

conditions visées à l'article 6.3, par le transfert, par le cédant au cessionnaire, de la propriété des Titres substitués et par le transfert, par le cessionnaire au cédant, des Titres initialement mis en pension. Cette substitution n'a pas d'effet novatoire sur la Pension considérée ou sur la Marge déjà constituée. En conséquence, les Parties restent tenues dans les termes et conditions convenus entre elles pour la Pension considérée, l'engagement de rétrocession portant dès lors sur les Titres substitués.

#### ***Article 4 – opérations sur titres***

4.1 En cas de mise en paiement, pendant la durée de la Pension, d'un intérêt ou de toute somme non soumise à la retenue à la source prévue par les dispositions du Code Général des Impôts, le cessionnaire paiera au cédant un montant en espèces équivalent à la somme mise en paiement. Ce versement interviendra le jour même de la date de mise en paiement. Les dispositions de l'article 8.2.3 s'appliqueront en cas de retard.

4.2 En cas d'amortissement, de tirage au sort conduisant au remboursement, d'échange, de conversion ou d'exercice d'un bon de souscription de Titres mis en pension, la Date de Rétrocession de la Pension concernée sera automatiquement avancée au deuxième Jour Ouvré suivant la publication de l'avis annonçant l'opération concernée.

4.3 En cas d'offre publique sur les Titres mis en pension, les Parties se concerteront à la requête du cédant ou du cessionnaire sur notification à l'autre Partie faite dans les trois Jours Ouvrés de la publication de l'avis annonçant cette offre. À défaut d'accord intervenu dans un délai de deux Jours Ouvrés à compter de cette notification, la Date de Rétrocession de la Pension concernée sera avancée au deuxième Jour Ouvré suivant la constatation du désaccord.

#### ***Article 5 – conclusion des pensions***

5.1 Les Pensions sont conclues par tous moyens et prennent effet entre les Parties dès l'échange de leurs consentements. À cet effet, les Parties s'autorisent mutuellement à procéder à l'enregistrement des conversations téléphoniques relatives à la conclusion de leurs Pensions.

5.2 La Conclusion de chaque Pension devra être suivie d'un échange de Confirmations par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les Parties. L'absence de Confirmation n'affectera en rien la validité de la Pension. En cas de désaccord sur les termes d'une Confirmation, lequel devra être notifié immédiatement à l'autre Partie, chaque Partie pourra se référer à ses enregistrements téléphoniques comme mode de preuve pour établir les termes de la Pension correspondante.

5.3 Les Parties peuvent, dans le respect des Principes Généraux, adopter pour toute Pension des dispositions particulières dans la Confirmation correspondante. Ces dispositions s'appliquent alors exclusivement à la Pension considérée et en priorité par rapport à la Convention.

#### ***Article 6 – cession et rétrocession des titres***

6.1 À la Date de Cession, le cédant livrera ou fera livrer au cessionnaire les Titres mis en pension, contre règlement, par celui-ci, du Prix de Cession. À la Date de Rétrocession, le cessionnaire livrera ou fera livrer au cédant les Titres mis en pension contre règlement, par le cédant, du Prix de Rétrocession.

6.2 Toute livraison de Titres s'effectue de façon à ce que le destinataire ait la pleine propriété des Titres livrés, et selon les modalités prévues par les usages et la réglementation en vigueur.

#### ***Article 7 – appels et gestion des marges***

7.1 À moins qu'il n'en soit disposé autrement lors de sa conclusion, chaque Pension donnera lieu, aux conditions définies dans l'annexe 1 C, à la constitution ou, le cas échéant, à la rétrocession d'une Marge pour tenir compte de l'évolution de la Valeur des Titres mis en pension. Les Parties conviennent irrévocablement que toute Marge ainsi constituée s'applique à l'ensemble des Pensions, que celles-ci soient ou non des Pensions avec Marge.

7.2 L'Agent de Calcul aura à chaque Date de Valorisation la charge de déterminer l'Écart de Valeur des Pensions avec Marge ainsi que la Marge devant être constituée ou rétrocédée et en informera les Parties dès que possible après détermination. Les informations et calculs trans-

mis seront définitifs et, en l'absence d'erreur manifeste, ne pourront pas être contestés. Chaque Partie s'oblige à procéder à toute constitution ou rétrocession de Marge lui incomtant dans les délais spécifiés à l'annexe 1 C.

7.3 Pour l'application des dispositions de l'article 7 et de l'annexe 1 C, la *constitution de la Marge* (ou *remise complémentaire* au sens de la Loi) s'entend de la remise en pleine propriété de sommes d'argent libellées dans la Devise de Référence (sous forme de virement irrévocable) ou, si la Partie destinataire du transfert l'accepte, de Titres (sous forme de livraison *Franco*) en faveur de cette Partie. De même, la *rétrocession de Marge* s'entend, lorsqu'une Marge a été constituée chez une Partie, d'une remise en pleine propriété de sommes d'argent libellées dans la Devise de référence (sous forme de virement irrévocable) ou, si la Marge a été constituée en Titres, du transfert en pleine propriété desdits Titres (sous forme de livraison *Franco*), au bénéfice de l'autre Partie. Si la rétrocession de Marge n'est que partielle, la Partie devant la rétrocéder aura toute latitude pour décider si cette rétrocession porte sur des sommes ou sur les Titres en question, dès lors que la valeur de la rétrocession est bien celle convenue. Une telle rétrocession diminuera d'autant la Valeur de la Marge maintenue.

## **Article 8 – retards de paiement ou de livraison**

### **8.1 Retards de paiement ou de livraison à la Date de Cession**

8.1.1 En cas de paiement avec retard du Prix de Cession, la Pension considérée sera maintenue sans changement, y compris pour ce qui concerne les Prix de Cession et de Rétrocession, même si les Titres concernés n'ont pas été livrés à bonne date par le cédant du fait du retard de paiement. Le cessionnaire s'oblige en toute hypothèse à verser, en plus du Prix de Cession, des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Cession de la Date de Cession (inclus) jusqu'à la date de son paiement effectif (exclue).

8.1.2 En cas de livraison avec retard des Titres mis en pension, la Pension considérée sera maintenue sans changement, y compris pour ce qui concerne les Prix de Cession et de Rétrocession, même si le Prix de Cession n'a pas été versé à bonne date par le cessionnaire du fait de la non-livraison des Titres. Si toutefois le Prix de cession a été versé au cédant, celui-ci s'oblige alors, en plus de la livraison des Titres, à verser des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Cession de la date de son versement (inclus) jusqu'à la date de livraison effective des Titres mis en pension (exclue).

### **8.2 Retards de paiement ou de livraison à la Date de Rétrocession**

8.2.1 En cas de paiement avec retard du Prix de Rétrocession, le Prix de Rétrocession sera recalculé comme si la Pension considérée devait dès l'origine venir à échéance à la date de paiement effectif dudit prix, même si les Titres concernés n'ont pas été livrés à bonne date par le cessionnaire du fait du retard de paiement. Le cédant s'oblige en toute hypothèse à verser, en plus du Prix de Rétrocession ainsi recalculé, des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Rétrocession de la Date de Rétrocession telle que prévue initialement (inclus) jusqu'à la date de son paiement effectif (exclue).

8.2.2 En cas de rétrocession avec retard des Titres mis en pension et dans l'hypothèse où le Prix de Rétrocession n'a pas été versé à bonne date du fait de la non rétrocession des Titres, le Prix de Rétrocession ne sera aucunement modifié, de sorte qu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en pension, le cédant ne soit tenu qu'au versement du Prix de Rétrocession initialement convenu. En cas de rétrocession avec retard des Titres mis en pension et dans l'hypo-thèse où le Prix de Rétrocession a été versé au cessionnaire, celui-ci s'oblige alors, en plus de la rétrocession des Titres, à verser des Intérêts de Retard sur le Prix de Rétrocession, calculés à un taux d'intérêt égal à la somme du Taux de la Pension considérée et du Taux de Retard, qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable de la date de son versement (inclus) jusqu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en pension (exclue).

8.2.3 Les dispositions de l'article 7 s'appliquent à toute Pension jusqu'à la date de versement effectif du Prix de Rétrocession (dans le cas visé à l'article 8.2.1) ou jusqu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en Pension (dans le cas visé à l'article 8.2.2).

*8.3 Remboursement des autres frais et pénalités ; incidences sur l'application des dispositions des articles 10 et 11*

8.3.1 Sans préjudice des dispositions des articles 8.1 et 8.2, la Partie livrant ou payant avec retard à la Date de Cession ou de Rétrocession sera tenue de supporter tous frais, dommages et intérêts et pénalités dont l'autre Partie serait redevable du fait du retard en question, qui sont prévisibles à la date de conclusion de la Pension considérée et qu'elle serait en mesure de justifier.

8.3.2 Les dispositions du présent article ne sauraient restreindre d'une quelconque manière l'application des articles 10 et 11, et notamment de l'article 10.1.1.1.

### **Article 9 – déclarations**

Chaque Partie déclare et atteste lors de la conclusion de la Convention :

9.1 Qu'elle est régulièrement constituée et qu'elle exerce ses activités conformément aux lois, décrets, règlements et statuts (ou autres documents constitutifs) qui lui sont applicables ;

9.2 Qu'elle a tout pouvoir et capacité de conclure la Convention et toute Pension s'y rapportant et que celles-ci ont été valablement autorisées par ses organes de direction ou par tout autre organe compétent ;

9.3 Que la conclusion et l'exécution de la Convention et de toute Pension s'y rapportant ne contreviennent à aucune disposition des lois, décrets, règlements et statuts (ou autres documents constitutifs) qui lui sont applicables ;

9.4 Que tous les permis, licences et autorisations éventuellement nécessaires à la conclusion et à l'exécution de la Convention et de toute Pension s'y rapportant ont été obtenus et demeurent valables ;

9.5 Que la Convention et les Pensions conclues en vertu des présentes constituent un ensemble de droits et obligations ayant force obligatoire à son encontre en toutes leurs dispositions ;

9.6 Qu'aucun Cas de Défaillance n'existe en ce qui la concerne ;

9.7 Qu'elle dispose des connaissances et de l'expérience nécessaires pour évaluer les avantages et les risques encourus au titre de chaque Pension et ne s'en est pas remise pour cela à l'autre Partie ; et

9.8 Qu'il n'existe pas à son encontre d'action ou de procédure arbitrale ou judiciaire, ou de mesure administrative ou autre dont il pourrait résulter une détérioration manifeste et substantielle de son activité, de son patrimoine ou de sa situation financière ou qui pourrait affecter la validité ou la bonne exécution de la Convention ou de toute Pension.

### **Article 10 – résiliation des opérations de pension**

#### **10.1 Résiliation en Cas de Défaillance**

10.1.1 Constitue un Cas de Défaillance pour l'une des Parties (la « Partie Défaillante ») l'un des événements suivants :

10.1.1.1 l'inexécution d'une quelconque disposition de la Convention ou d'une Pension (relative à un paiement, une livraison ou autre), à laquelle il n'aurait pas été remédié soit dès notification de l'inexécution par l'autre Partie (la « Partie Non Défaillante ») lorsque cette inexécution porte sur une constitution ou rétrocession de Marge, soit dans un délai de trois Jours Ouvrés à compter de ladite notification, dans les autres cas ;

10.1.1.2 une quelconque déclaration de l'article 9 se révèle avoir été inexacte au moment où elle a été faite par cette Partie, ou cesse d'être exacte, sur un point important ;

10.1.1.3 la déclaration par cette Partie à l'autre Partie de l'impossibilité ou du refus de régler tout ou partie de ses dettes ou d'exécuter ses obligations, l'octroi administratif ou judiciaire d'un moratoire, une procédure de règlement amiable de créanciers, la nomination d'un administrateur à la demande des tribunaux, l'interdiction d'une autorité réglementaire d'émettre sur un marché, ainsi que toute procédure équivalente ;

10.1.1.4 la cessation de fait d'activité, l'ouverture d'une procédure de liquidation amiable ou de toute autre procédure équivalente ;

10.1.1.5 l'ouverture d'une procédure de redressement ou liquidation judiciaires ou de toute autre procédure équivalente, affectant le siège ou l'une quelconque des succursales de cette Partie ;

10.1.1.6 l'inexécution d'une quelconque obligation de paiement à l'égard de la Partie Non Défaillante ou de tout tiers, autre que celles résultant de la Convention ou d'une Pension, sauf en cas d'erreur manifeste et à moins que le paiement de ce montant ne soit l'objet d'une contestation sérieuse au fond ; ou

10.1.1.7 tout événement susceptible d'entraîner la nullité, l'inopposabilité, la disparition d'une quelconque sûreté ou garantie consentie par acte séparé en faveur de la Partie Non Défaillante au titre d'une ou plusieurs Pensions, ainsi que tout événement visé aux articles 10.1.1.3 à 10.1.1.6 affectant un tiers ayant délivré sa garantie personnelle au titre de la Convention ou d'une Pension.

10.1.2 La survenance d'un Cas de Défaillance donne à la Partie Non Défaillante le droit, sur simple notification adressée à la Partie Défaillante, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de livraison et de résilier l'ensemble des Pensions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera le Cas de Défaillance invoqué ainsi que la Date de Résiliation retenue.

## 10.2 Résiliation en cas de Circonference Nouvelle

10.2.1 Constitue une Circonference Nouvelle pour une Partie (la « Partie Affectée »), l'un des événements suivants :

10.2.1.1 l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi ou d'une nouvelle réglementation, la modification d'une loi ou d'un quelconque texte à caractère obligatoire ou la modification de l'interprétation judiciaire ou administrative qui en est faite, dont il résulte qu'une Pension est illicite pour la Partie concernée ou qu'il doit être procédé à une déduction ou retenue nouvelle de nature fiscale sur un montant qu'elle doit recevoir de l'autre Partie au titre de ladite Pension ; ou

10.2.1.2 toute fusion ou scission affectant la Partie concernée ou toute cession d'actif effectuée par celle-ci se traduisant par une détérioration manifeste et substantielle de son activité, de son patrimoine ou de sa situation financière.

10.2.2 Lors de la survenance d'une Circonference Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1, toute Partie en prenant connaissance la notifiera dans les meilleurs délais à l'autre Partie ainsi que les Pensions concernées par cette Circonference Nouvelle. Les Parties suspendront alors l'exécution de leurs obligations de paiement et de livraison pour les seules Pensions affectées et rechercheront de bonne foi pendant un délai de 30 jours une solution mutuellement satisfaisante visant à rendre licite ces Pensions ou éviter la déduction ou retenue. Si à l'issue de cette période aucune solution mutuellement satisfaisante ne peut être trouvée, chacune des Parties (en cas d'illégalité) ou la Partie recevant un montant inférieur à celui prévu (en cas de déduction ou retenue sur un montant versé par l'autre Partie) pourra notifier à l'autre la résiliation des seules Pensions affectées par la Circonference Nouvelle. Cette notification précisera la Date de Résiliation retenue.

10.2.3 Lors de la survenance d'une Circonference Nouvelle visée à l'article 10.2.1.2, toutes les Pensions seront considérées affectées. L'autre Partie (la « Partie Non Affectée ») aura alors le droit, sur simple notification adressée à la Partie Affectée, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de livraison et de résilier l'ensemble des Pensions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera la Date de Résiliation retenue.

10.2.4 Si une Circonference Nouvelle entraîne directement la survenance d'un Cas de Défaillance, ce Cas de Défaillance sera réputé ne pas avoir eu lieu et seules les dispositions de l'article 10.2 seront alors applicables.

## 10.3 Effets de la résiliation

Les Parties sont déliées, à compter de la Date de Résiliation, de toute obligation de paiement ou livraison pour les Pensions résiliées. La résiliation donne toutefois droit, pour ces Pensions, au paiement du Solde de Résiliation et, lorsqu'elle résulte de la survenance d'un Cas de Défaillance, au remboursement des frais prévus à l'article 12.5.

## **Article 11 – calcul et paiement du solde de résiliation**

### **11.1 Calcul du Solde de Résiliation**

11.1.1 À la Date de Résiliation, la Partie Non Défaillante ou la Partie Non Affectée (ci-après la « Partie en charge des calculs ») aura seule la responsabilité de déterminer le Solde de Résiliation.

11.1.2 À cet effet, la Partie en charge des calculs déterminera, pour chaque Pension résiliée, son Écart de Valeur à la Date de Résiliation ainsi que, s'ils existent, les Montants Dus par chaque Partie au titre de ladite Pension. Cette détermination interviendra que la Pension en question soit avec Marge ou non.

11.1.3 La somme des Écarts de Valeur positifs pour la Partie en charge des calculs et des Montants Dus par l'autre Partie, diminuée du total des Écarts de Valeur négatifs pour la Partie en charge des calculs et des Montants Dus par elle déterminera le risque brut de la Partie en charge des calculs (ci-après « le Risque Brut »). Tout Écart de Valeur ou Montant Dû exprimé dans une Devise autre que la Devise de Référence sera converti dans cette Devise à la Date de Résiliation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour la Partie en charge des calculs à 12 h 00 à cette date.

11.1.4 La Partie en charge des calculs comparera alors son Risque Brut à la Valeur de la Marge à la Date de Résiliation (si une Marge a été constituée) et déterminera de la façon suivante le Solde de Résiliation :

a) si aucune Marge n'a été constituée, la Solde de Résiliation sera égal au Risque Brut de la Partie en charge des calculs. Il sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est positif et par la Partie en charge des calculs s'il est négatif ;

b) si une Marge a été constituée chez la Partie en charge des calculs et si cette Partie a un Risque Brut positif, le Solde de Résiliation sera égal à la différence entre le Risque Brut et la Valeur de la Marge. Il sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est positif et par la Partie en charge des calculs s'il est négatif. Si par contre la Partie en charge des calculs a un Risque Brut négatif, le Solde de Résiliation sera égal au total de la valeur absolue du Risque Brut et de la Valeur de la Marge et sera dû par la Partie en charge des calculs ;

c) si une Marge a été constituée chez la Partie Défaillante ou la Partie Affectée et si la Partie en charge des calculs a un Risque Brut négatif, le Solde de Résiliation sera égal à la différence entre la valeur absolue du Risque Brut et la Valeur de la Marge. Il sera dû par la Partie en charge des calculs s'il est positif et par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est négatif. Si par contre la Partie en charge des calculs a un Risque Brut positif, le Solde de Résiliation sera égal au total du Risque Brut et de la Valeur de la Marge et sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée.

Une présentation sous forme de tableau du calcul du Solde de Résiliation figure à l'annexe 2, qui fait partie intégrante de la Convention.

11.1.5 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1 et dans l'hypothèse où seules certaines des Pensions en cours seraient affectées, la Marge sera alors déterminée par référence aux seules Pensions avec Marge affectées, s'il y en a.

### **11.2 Notification et versement du Solde de Résiliation**

11.2.1 La Partie en charge des calculs notifiera à l'autre dans les meilleurs délais le montant du Solde de Résiliation ainsi que le détail des calculs ayant permis de le déterminer. Ces calculs seront définitifs dès leur notification et, en l'absence d'erreur manifeste, ne pourront pas être contestés.

11.2.2 La Partie redévable du Solde de Résiliation procédera au versement correspondant à l'autre Partie dans les trois Jours Ouvrés à compter de la réception de la notification visée à l'article 11.2.1. Toutefois, dans l'hypothèse où un tel versement serait, suite à la survenance d'un Cas de Défaillance, dû par la Partie Non Défaillante à la Partie Défaillante, la Partie Non Défaillante est irrévocablement autorisée à le compenser avec tout montant qui lui serait dû par la Partie Défaillante à quelque titre que ce soit.

11.2.3 En cas de retard de versement du Solde de Résiliation, le montant concerné sera majoré des Intérêts de Retard afférents, qui seront dus de plein droit et sans mise en demeure préalable et seront calculés de la Date de Résiliation (inclusa) jusqu'à la date du paiement effectif du Solde de Résiliation (exclue).

**Article 12 – divers****12.1 Notifications**

Toute notification effectuée en vertu de la Convention devra être faite par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les Parties et prendra effet à la date de sa réception. Les notifications seront faites selon les indications fournies à l'annexe 1 B.

**12.2 Paiement dans une monnaie autre que celle prévue**

Dans le cas où pour une raison quelconque, un paiement est effectué dans une monnaie autre que la Devise prévue pour une Pension et s'il y a une différence entre ce montant converti dans cette Devise et le montant en cette Devise que prévoyait ladite Pension, la Partie débitrice devra, à titre d'obligation indépendante, indemniser à première demande et sans pouvoir soulever d'exception, l'autre Partie de tous frais et pertes qui en résulteraient.

**12.3 Non renonciation**

Le non exercice ou l'exercice tardif par une Partie de tout droit, pouvoir ou privilège découlant de la Convention ne constitue pas une renonciation au droit, pouvoir ou privilège en cause.

**12.4 Cession à un tiers**

La Convention, toute Pension ou l'un quelconque des droits ou obligations en découlant pour une Partie ne pourront être transférés ou cédés sans l'accord préalable de l'autre Partie.

**12.5 Frais et débours**

La résiliation des Pensions ouvre droit, pour la seule Partie Non Défaillante, au remboursement des frais et débours engagés, y compris de procédure judiciaire, le cas échéant, qu'elle aurait subis du fait de la survenance d'un Cas de Défaillance et qu'elle serait en mesure de justifier.

**Article 13 – durée de la convention**

13.1 La Convention est conclue pour une durée indéterminée. Elle pourra être dénoncée à tout moment, par lettre recommandée avec accusé de réception ; ladite dénonciation prenant effet à l'expiration d'un délai de cinq Jours Ouvrés suivant sa réception.

13.2 La Convention continuera toutefois à régir les rapports entre les Parties pour toutes les Pensions conclues avant la prise d'effet de ladite dénonciation.

**Article 14 – renonciation aux immunités**

La Convention est de nature commerciale. Les Parties renoncent irrévocablement à toute immunité de Juridiction ou d'exécution dont elles pourraient bénéficier tant pour elles-mêmes que sur leurs biens présents ou futurs.

**Article 15 – loi applicable, attribution de compétence**

15.1 La Convention est soumise au droit français. En cas de traduction seule la version signée fera foi.

15.2 Tout litige, relatif notamment à sa validité, son interprétation ou son exécution, sera soumis à la compétence des juridictions du ressort de la Cour d'Appel de Paris.

Fait à ....., le .....

**PARTIE A**

**PARTIE B**

**ANNEXE 1**

**PARAMÈTRES ET DISPOSITIONS TECHNIQUES  
APPLICABLES À LA CONVENTION**

**A – PARAMÈTRES FINANCIERS**

**Agent de Calcul :**

(cf. définition et art. 7)

(à défaut d'indication : la Partie la plus diligente)

**Place financière pour la détermination  
des Jours Ouvrés :**

(cf. définition *Jour Ouvré*)

(à défaut d'indication : Paris)

**Date de Valorisation :**

(cf. définition et art. 7)

(à défaut d'indication : chaque Jour Ouvré à Paris)

**Devise de Référence :**

(cf. définition, art. 7 et 11)

(à défaut d'indication : le Franc français)

**Taux de Référence :**

(cf. définition *Valeur de la Marge*)

(à défaut d'indication : le TMP)

**Taux de Retard :**

(cf. définition *Intérêts de Retard*)

(à défaut d'indication :

- pour le Franc français : le taux le plus élevé consenti par la Banque de France pour l'alimentation en liquidités du destinataire du paiement fait avec retard ;
- pour les autres Devises, la moyenne des taux au jour le jour auxquels a accès le destinataire du paiement fait avec retard pendant la période considérée)

**Seuil de déclenchement  
des ajustements de Marge :**

(cf. Annexe 1 C)

(à défaut d'indication : le seuil de déclenchement fixé au plus élevé de :

- FRF 1 000 000 ;
- 1% du total des Prix de Cession

ou son équivalent dans la Devise de Référence)

**ANNEXE 1 (suite)**

**B – PARAMÈTRES ADMINISTRATIFS**

**Paramètres administratifs concernant Partie A**

Adresse à laquelle les notifications doivent être faites :	(à défaut d'indication, le siège social)
Service concerné :	(à défaut d'indication, le siège social)
N° de télex :	(à défaut d'indication, celui du siège social)
N° de télécopie :	(à défaut d'indication, celui du siège social)
N° de téléphone :	(à défaut d'indication, celui du siège social)
Nom des personnes habilitées à conclure des Pensions :	(à défaut d'indication, le mandataire social)
Nom du responsable hiérarchique :	(facultatif)

**Paramètres administratifs concernant Partie B**

Adresse à laquelle les notifications doivent être faites :	(à défaut d'indication, le siège social)
Service concerné :	(à défaut d'indication, le siège social)
N° de télex :	(à défaut d'indication, celui du siège social)
N° de télécopie :	(à défaut d'indication, celui du siège social)
N° de téléphone :	(à défaut d'indication, celui du siège social)
Nom des personnes habilitées à conclure des Pensions :	(à défaut d'indication, le mandataire social)
Nom du responsable hiérarchique :	(facultatif)

**ANNEXE 1 (suite)****C – DISPOSITIONS RELATIVES À LA GESTION DES MARGES**

- C.1 Détermination de l'Écart de Valeur d'une Pension avec Marge et du Solde net de chaque Partie
- C.1.1 À chaque Date de Valorisation, l'Agent de Calcul déterminera, pour chaque Pension avec Marge en cours à cette date, la différence, positive ou négative, entre :
- (a) la Valeur des Titres mis en pension, ajustée de la Marge Initiale de Sécurité (si elle existe) ; et
  - (b) le Prix de Cession desdits Titres majoré des intérêts courus afférents, calculés au Taux de la Pension depuis la Date de Cession (inclus) jusqu'à la Date de Valorisation considérée (exclue).
- C.1.2 Une fois cette différence déterminée, l'Agent de Calcul calculera pour chaque Partie l'Écart de Valeur de chaque Pension avec Marge en cours, lequel sera égal :
- pour toute Pension pour laquelle la Partie concernée est cédant, à la différence entre les deux montants visés ci-dessus, et de même signe que celle-ci ;
  - pour toute Pension pour laquelle la Partie concernée est cessionnaire, à la différence entre les deux montants visés ci-dessus, mais de signe opposé.
- C.1.3 Une fois l'Écart de Valeur de chaque Pension avec Marge déterminé, l'Agent de Calcul déterminera le solde net des Écarts de Valeur de chaque Partie (ci-après le « Solde Net »), lequel sera égal à la somme algébrique des Écarts de Valeur de cette Partie pour chacune des Pensions avec Marge en cours. À cet effet, tout Écart de Valeur exprimé dans une Devise autre que la Devise de Référence sera converti dans cette Devise à la Date de Valorisation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour l'Agent de Calcul à 12 h 00 à cette date.
- C.2 Constitution ou rétrocession de Marge en fonction du Solde Net
- C.2.1 À chaque Date de Valorisation, L'Agent de Calcul demandera à la Partie ayant un Solde Net de signe négatif de constituer en faveur de la Partie ayant un Solde Net de signe positif une Marge d'une valeur égale à ce Solde Net, sous réserve des dispositions des articles B.2 et C.
- C.2.2 Si, à une Date de Valorisation quelconque, une Marge a déjà été constituée par une Partie en faveur de l'autre, l'Agent de Calcul comparera à cette date la Valeur de la Marge et le Solde Net, et :
- (a) si la Marge a été constituée chez la Partie ayant un Solde Net de signe positif et si la Valeur de la Marge est inférieure à ce Solde Net, l'Agent de calcul demandera à la Partie au Solde Net négatif de constituer une Marge complémentaire d'une Valeur égale à la différence. Si par contre la Valeur de la Marge est supérieure à ce Solde Net, l'Agent de Calcul demandera à la Partie au Solde Net positif de rétrocéder l'excédent de la Marge (telle que constatée à la Date de Valorisation concernée) sur le Solde Net ;

**ANNEXE 1 (fin)**

(b) si la Marge a été constituée chez la Partie ayant un Solde Net de signe négatif, l'Agent de Calcul demandera à cette Partie de rétrocéder cette Marge en totalité et de constituer en faveur de la Partie au Solde Net de signe positif une Marge nouvelle d'une Valeur égale à ce Solde Net.

C.2.3 La Partie en faveur de qui doit être constituée ou rétrocédée une Marge à une date donnée pourra accepter, sur notification adressée à la Partie devant procéder à ladite constitution ou rétrocession, de réduire la Valeur de la Marge à constituer ou à rétrocéder à ladite date.

C.2.4 Toute constitution ou rétrocession de Marge notifiée par l'Agent de Calcul relativement à une Date de Valorisation considérée interviendra le Jour Ouvré suivant.

C.3 Seuil de déclenchement des constitutions et rétrocessions de Marge

C.3.1 Une constitution ou rétrocession de Marge n'interviendra à une Date de Valorisation considérée que pour autant que la Valeur de la Marge ainsi constituée ou rétrocédée dépasse le Seuil de Déclenchement, tel que défini ci-dessus, et sera alors faite pour la totalité de son montant, sans franchise. Toutefois, si la Marge est seulement constituée de Titres, l'ajustement de Marge sera d'une Valeur arrondie à la quantité de Titres immédiatement inférieure. Dans le cas prévu à l'article C.2.2 b, le Seuil de Déclenchement s'apprécie par rapport au total de la rétrocession et de la constitution de Marge.

C.3.2 Les dispositions qui précèdent ne s'appliquent pas à la rétrocession totale de la Marge survenant à la fin de la dernière des Pensions en cours entre les Parties.

**D – AUTRES MODIFICATIONS À LA CONVENTION**

## ANNEXE 2

## TABLEAU RÉCAPITULATIF DU SOLDE DE RÉSILIATION

PAS DE MARGE CONSTITUÉE	$RB_{pc} > 0$	$RB_{pc} < 0$
	$SR = RB_{pc}$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$SR =  RB_{pc} $ SR dû par la Partie en charge des calculs
MARGE CONSTITUÉE CHEZ LA PARTIE EN CHARGE DES CALCULS	$M < RB_{pc}$ $SR = RB_{pc} - M$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$SR =  RB_{pc}  + M$ SR dû par la Partie en charge des calculs
	$M > RB_{pc}$ $SR = M - RB_{pc}$ SR dû par la Partie en charge des calculs	SR dû par la Partie en charge des calculs
MARGE CONSTITUÉE CHEZ LA PARTIE DÉFAILLANTE OU AFFECTÉE	$SR = RB_{pc} + M$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$M <  RB_{pc} $ $SR =  RB_{pc}  - M$ SR dû par la Partie en charge des calculs
		$M >  RB_{pc} $ $SR = M -  RB_{pc} $ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée

**Partie en charge des calculs :** Partie Non Défaillante ou Partie Non Affectée, selon le cas

**$RB_{pc}$  :** Risque Brut de la Partie en charge des calculs

$RB_{pc} = \Sigma$  Écarts de Valeur positifs de cette Partie et des Montants Dus par l'autre Partie –  $\Sigma$  Écarts de Valeur négatifs de cette Partie et des Montants Dus par elle

**M :** Marge constituée, telle que valorisée à la Date de Résiliation

**SR :** Solde de Résiliation

**Communiqué de la Banque de France, en date du 8 décembre 1994, relatif aux avoirs de change utilisés lors de l'apurement de la dette contractée envers le Fecom**

La situation arrêtée au 1<sup>er</sup> décembre 1994 fait apparaître l'incidence du rachat contre devises d'une fraction des écus utilisés lors de l'apurement de la dette contractée envers le Fonds européen de coopération monétaire.

Cette opération ne modifie pas le volume des réserves de change. Elle se traduit par une augmentation de 10 890 millions de francs du poste « Écu » au regard d'une diminution de même montant du poste « Disponibilités à vue à l'étranger ». Le solde du poste « Disponibilités à vue à l'étranger » est également affecté par les autres opérations de la semaine.

**Commission bancaire**

**Instruction n° 94-10**

– en date du 16 décembre 1994

modifiant l'instruction n° 93-02 relative à la détermination des taux d'actualisation devant être pris en compte pour les calculs relatifs à l'évaluation des contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises.

---

**Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change**

du 1<sup>er</sup> décembre au 31 décembre 1994

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,50 % novembre 2002, 7,50 % avril 2005 (Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 29 novembre 1994

Le jeudi 1<sup>er</sup> décembre 1994, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au

prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 18 et 20 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 8,50 % novembre 2002 de 2 000 francs

Jouissance du 25 novembre 1994. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 novembre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 novembre 2002.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 novembre 1994 au 26 décembre 1994, soit 14,44 francs par obligation.

2. OAT 7,50 % avril 2005 de 2 000 francs

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 150 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2005.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1994 au 26 décembre 1994, soit 100,68 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 26 décembre 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 1<sup>er</sup> décembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 2 décembre 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 8,50 % NOVEMBRE 2002</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
103,84	900 000 000	900 000 000	103,84
103,82	900 000 000	1 800 000 000	103,83
103,80	3 150 000 000	4 950 000 000	103,81
103,78	2 500 000 000	7 450 000 000	103,80
103,76	2 200 000 000	9 650 000 000	103,79
103,74	1 100 000 000	10 750 000 000	103,79
103,72	700 000 000	11 450 000 000	103,78
103,70	800 000 000	12 250 000 000	103,78
103,68	300 000 000	12 550 000 000	103,77
103,64	200 000 000	12 750 000 000	103,77
103,62	200 000 000	12 950 000 000	103,77
103,58	500 000 000	13 450 000 000	103,76
103,00	100 000 000	13 550 000 000	103,76
Prix limite retenu : 103,78 % (taux de rendement : 7,84 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 103,80 % (taux de rendement : 7,83 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 5 mai 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	4 350	7 450	3 100
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	7,02	7,84	0,82
– au prix moyen pondéré .....	7,01	7,83	0,82

<b>OAT 7,50 % AVRIL 2005</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
96,98	50 000 000	50 000 000	96,98
96,92	1 750 000 000	1 800 000 000	96,92
96,90	3 350 000 000	5 150 000 000	96,91
96,88	4 950 000 000	10 100 000 000	96,89
96,86	1 900 000 000	12 000 000 000	96,89
96,86	1 900 000 000	13 900 000 000	96,88
96,84	2 000 000 000	15 900 000 000	96,88
96,82	950 000 000	16 850 000 000	96,88
96,80	1 450 000 000	18 300 000 000	96,87
96,78	600 000 000	18 900 000 000	96,87
96,76	1 150 000 000	20 050 000 000	96,86
96,74	500 000 000	20 550 000 000	96,86
Prix limite retenu : 96,86 % (taux de rendement : 7,95 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 96,89 % (taux de rendement : 7,94 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 novembre 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	10 250	12 000	1 750
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	8,50	7,95	- 0,55
– au prix moyen pondéré .....	8,49	7,94	- 0,55

– *Résultat global de l'adjudication  
du 2 décembre 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 1<sup>er</sup> décembre 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 122 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 692 millions de francs pour les offres consécutives à la 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 19 450 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 22 264 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 8,50 % novembre 2002 .....	7 450		1 026	8 476
OAT 7,50 % avril 2005 .....	12 000	122	1 666	13 788
<b>TOTAL .....</b>	<b>19 450</b>	<b>2 814</b>		<b>22 264</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67

**Journal officiel du 20 décembre 1994 –  
Seuils de l'usure applicables à compter  
du 1<sup>er</sup> janvier 1995**

**COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES :  
TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 4 <sup>e</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 1995
DÉCOUVERTS EN COMPTE		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	11,89	15,85
AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	10,66	14,21
PRÊTS CONSENTEIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs .....	11,35	15,13
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX FIXE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,13	12,17
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX VARIABLE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	8,56	11,41

*Note : 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.*

*Commissions de plus fort découvert :*

Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1994 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

**COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS :  
TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 4 <sup>e</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 1995
CRÉDITS DE TRÉSORERIE		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs .....	16,18	21,57
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs .....	13,11	17,48
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs .....	11,92	15,89
CRÉDITS IMMOBILIERS		
– Prêts relais .....	9,68	12,91
– Prêts immobiliers à taux fixe .....	8,88	11,84
– Prêts immobiliers à taux variable .....	8,80	11,73

*Note : 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

**Textes législatifs et gouvernementaux**

JO DU 2 DÉCEMBRE 1994

- Arrêté du 18 novembre 1994 portant modification de l'arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de deux pièces commémoratives de 500 francs et de dix pièces commémoratives de 100 francs.

JO DU 8 DÉCEMBRE 1994

- Arrêté du 21 novembre 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'octobre 1994.

JO DU 10 DÉCEMBRE 1994

- Décret n° 94-1057 du 8 décembre 1994 autorisant la société Thomson-CSF à transférer au secteur privé la majorité du capital social des sociétés Thomson DASA Armements et Protac.

JO DES 12 ET 13 DÉCEMBRE 1994

- Décret n° 94-1063 du 6 décembre 1994 pris pour l'application de l'article 82 de la loi de finances pour 1994 relatif à l'aménagement du régime fiscal des groupes de sociétés et modifiant l'annexe III au code général des impôts.

JO DU 14 DÉCEMBRE 1994

- Arrêté du 1<sup>er</sup> décembre 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 décembre 1995 pour les obligations de l'État à taux révisables décembre 1997 TRA (Code Sicovam n° 10 192).

JO DU 20 DÉCEMBRE 1994

- Arrêté du 7 décembre 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 21 décembre 1995 pour les obligations à taux variables de l'emprunt d'État décembre 1983 TRA (Code Sicovam n° 10 018).

- Avis concernant l'application de l'article L 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 22 DÉCEMBRE 1994

- Décret n° 94-1109 du 15 décembre 1994 modifiant le décret n° 81-1090 du 11 décembre 1981 relatif aux bonifications

d'intérêt des emprunts destinés à l'aide publique au développement.

JO DU 23 DÉCEMBRE 1994

- Arrêté du 14 décembre 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de novembre 1994.

JO DU 24 DÉCEMBRE 1994

- Décret n° 94-1122 du 23 décembre 1994 relatif à la prise de participation de l'État au capital de la société anonyme Banque Hervet.

JO DU 29 DÉCEMBRE 1994

- Arrêté du 23 décembre 1994 fixant la liste des actions des sociétés françaises traitées sur le marché hors cote des bourses de valeurs dont l'achat ou la vente sont en prendre en considération pour l'application du régime de détaxation.

- Arrêté du 27 décembre 1994 relatif aux modalités d'application de l'article 17 de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

- Arrêté du 27 décembre 1994 relatif au prix des actions de la Compagnie nationale Air France à créer dans le cadre de l'article 18 de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

JO DU 30 DÉCEMBRE 1994

- Loi de finances pour 1995 (n° 94-1162 du 29 décembre 1994).

- Loi de finances rectificative pour 1994 (n° 94-1163 du 29 décembre 1994).

- Décret n° 94-1164 du 29 décembre 1994 portant revalorisation de l'allocation de revenu minimum d'insertion.

- Décret n° 94-1165 du 28 décembre 1994 modifiant le décret n° 55-876 du 30 juin 1955 modifié relatif aux sociétés de développement régional.