

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 22**

**OCTOBRE 1995**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

---

## Le contexte économique et monétaire international

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

Aux États-Unis, la reprise de l'économie semble s'affirmer depuis l'été et des signes de raffermissement de l'activité apparaissent en Allemagne. Cette amélioration contraste avec le ralentissement perceptible au Royaume-Uni, tandis que l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne ont enregistré un fléchissement de leur croissance au deuxième trimestre. Au Japon, la conjoncture reste relativement déprimée. Les évolutions des prix de détail se sont dans l'ensemble modérées en août, sauf au Royaume-Uni et en Italie. Les taux d'intérêt à court et long termes se sont orientés à la baisse au mois de septembre.

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

Le dollar a enregistré une hausse limitée par rapport au yen, tandis qu'il perdait près de 2,80 % par rapport au deutschemark. Le yen s'est assez sensiblement déprécié, perdant plus de 4,0 % par rapport à la monnaie allemande. La plupart des monnaies européennes sont demeurées relativement stables entre elles, à l'exception de celles se situant en dehors du mécanisme de change. Le franc suisse s'est apprécié nettement contre toutes devises. La livre sterling, dans le sillage du dollar, s'est affaiblie contre deutschemark. La lire italienne, bien orientée au cours des deux premières décades, s'est brutalement repliée après les doutes exprimés par le ministre des Finances allemand sur la capacité de l'Italie à satisfaire aux critères du traité de Maastricht. Le deutschemark, stable voire en léger repli en début de mois, s'est ensuite raffermi, en liaison avec les propos des responsables financiers allemands écartant tout compromis sur les critères de convergence. Le franc français a bénéficié du maintien de données économiques fondamentales favorables ; quelque peu affecté par la publication, début septembre, d'un déficit d'exécution du budget en nette hausse d'un premier semestre à l'autre, il s'est repris à la faveur de la progression du dollar et de l'affirmation par le chef de l'État de la nécessité de réduire les déficits et l'endettement publics, avant de connaître à nouveau quelques tensions en fin de période.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en septembre*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a, dans l'ensemble, enregistré un léger tassement par rapport au niveau atteint en juin. L'activité a peu varié dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation, s'est essouffée dans les biens intermédiaires, et a reculé dans les industries agro-alimentaires et, surtout, dans l'automobile. Le taux d'utilisation des capacités de production a fléchi.

Le courant d'ordres en provenance de l'étranger reste assez soutenu ; la demande intérieure n'a guère varié. Les carnets de commandes, qui étaient considérés comme abondants au cours des derniers mois, apparaissent moins fournis. Les stocks se sont quelque peu gonflés et paraissent toujours assez élevés dans l'automobile et les biens de consommation.

Pour les prochains mois, les chefs d'entreprise n'envisagent pas d'amélioration sensible de l'activité ; des progrès sont toutefois attendus dans plusieurs secteurs, en particulier dans l'automobile.

Les prix des produits finis ont peu évolué en moyenne. Les cours des matières premières n'ont pas pesé sur les marges des entreprises.

Le courant d'investissements paraît bien orienté. Les programmes d'investissement pour 1995 sont réalisés conformément aux prévisions et portent sur des montants plus élevés que l'an dernier à pareille époque. Les dépenses concernent en priorité l'accroissement des gains de productivité, l'amélioration de la qualité des produits offerts et le respect de nouvelles normes. Dans l'automobile, des programmes d'extension de capacités sont également signalés. Les conditions de crédit ne sont pas ressenties comme une contrainte de nature à retarder la réalisation des investissements, qui, au demeurant, sont largement autofinancés.

L'activité commerciale s'est redressée en septembre après la quasi stagnation observée en août. Dans le BTP, l'activité est restée stable au cours du troisième trimestre, mais enregistre un net recul d'une année à l'autre.

Les effectifs n'ont pas évolué dans l'ensemble. Le souci de maintenir la plus grande flexibilité dans l'ajustement de la main-d'œuvre au niveau de la production se traduit par un recours prioritaire aux heures supplémentaires, à l'intérim et aux contrats à durée déterminée.

### **La balance des paiements en juillet**

En données FAB-FAB, l'*excédent commercial* s'est élevé à 5,3 milliards de francs (cvs), contre 9,7 milliards en juin, dans un contexte de net repli des échanges. Sur les sept premiers mois de l'année, l'excédent cumulé (cvs) s'établit à 64,6 milliards de francs, contre 41,4 milliards pour la période correspondante de 1994, les exportations et les importations progressant respectivement de 10,0 % et 12,6 %.

L'*excédent du compte de transactions courantes* s'est élevé à 5,3 milliards de francs, en données brutes, contre 16,2 milliards en juin, et à 1,6 milliard, en données cvs, contre 11 milliards. Cette diminution tient pour l'essentiel aux paiements nets importants opérés en juillet au titre des administrations publiques à l'égard des institutions européennes ainsi qu'à la moins bonne orientation des services. L'excédent cumulé des sept premiers mois de l'année dépasse de 45 milliards de francs celui qui avait été enregistré au cours de la période correspondante de 1994. Cumulé sur douze mois, le solde positif atteint 89,6 milliards de francs, soit 1,2 % du PIB.

En raison de l'impact du poste *erreurs et omissions* (- 16,5 milliards de francs en juillet, contre + 22,3 milliards en juin), le *compte financier* a enregistré des entrées nettes de 11,5 milliards de francs en données brutes, traduisant principalement la poursuite des rapatriements d'avoirs à l'étranger effectués par les OPCVM. Le solde des flux à *long terme* s'est inscrit à 0,7 milliard de francs, après des sorties de 11,7 milliards de francs en juin ; les flux à *court terme (hors avoirs de réserve)* se sont soldés par des entrées nettes de 11,2 milliards de francs, après des sorties de 27,7 milliards de francs le mois précédent. Les *avoirs de réserve (bruts)* ont progressé de 0,4 milliard de francs, après une stabilité en juin.

### **Les marchés de capitaux en septembre**

Bien orientée au cours des deux premières décades du mois, la tendance sur les marchés de taux d'intérêt s'est sensiblement dégradée à compter du 20 septembre.

Dans la première partie du mois, la stabilité du franc sur les marchés de change et la confirmation d'une évolution relativement modérée des prix en août ont permis la poursuite du mouvement de repli graduel du loyer de l'argent au jour le jour, qui a atteint 1/4 de point au total. Les taux obligataires ont également enregistré, dans le même temps, une légère détente, analogue à celle observée sur les autres grands marchés financiers.

À partir du 20 septembre, une légère hausse de la parité deutschemark-franc liée au mouvement d'affaiblissement du dollar, les craintes d'une détérioration de la situation économique et sociale en France, ainsi que les interrogations des marchés sur le respect du calendrier du processus de l'Union monétaire en Europe, ont été à l'origine de tensions sur l'ensemble de la courbe des rendements.

D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare à 10 ans a gagné 10 centimes (de 7,38 % à 7,48 %) et l'écart OAT-Bund s'est creusé, de 66 centimes à 86 centimes.

L'encours global des titres de créances négociables a diminué de près de 55 milliards de francs. Cette contraction est due essentiellement à la diminution des certificats de dépôt pour 43 milliards de francs, au reflux des billets de trésorerie pour 9 milliards de francs et à la baisse des bons à moyen terme négociables pour 3 milliards de francs. L'encours des bons des institutions et sociétés financières est resté stable. Le mois a été marqué par une augmentation très sensible du volume des émissions et par une croissance encore plus forte de celui des tombées. La répartition par durée des bons à moyen terme négociables a été modifiée au profit des échéances les plus longues. La tranche comprise entre un an un jour et trois ans est revenue de 67 % à 52 %, tandis que les émissions à sept ans et plus passaient de 13 % à 27 %. Durant la dernière semaine, les taux des émissions des certificats de dépôt ont sensiblement augmenté pour dépasser la barre des 6 % dans le haut de la fourchette.

Sur le marché primaire obligataire, le retour des grands émetteurs amorcé fin août s'est poursuivi au cours de la première quinzaine et l'activité a enregistré une reprise significative. Par la suite, l'évolution du contexte national et international a plutôt suscité l'attentisme des émetteurs.

Au cours du mois, l'indice CAC 40 a enregistré un recul de 5 % qui l'a fait revenir nettement en dessous de son niveau de début d'année.

## Les agrégats monétaires

En août, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,9 %. Les moyens de paiement (M1) ont diminué de 0,6 %, après s'être accrus de 0,8 % le mois précédent. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) ont légèrement progressé (+ 0,3 %, comme en juillet). Les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) ont de nouveau constitué la composante la plus dynamique (+ 2,2 %), sous l'effet du développement conjugué des dépôts à terme et des titres d'OPCVM monétaires.

Apprécié sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, l'accroissement de M1 s'est établi à 1,0 %, celui de M2 à 4,1 % et celui de M3 à 4,6 %.

La progression de l'épargne contractuelle (P1) est demeurée élevée (+ 1,3 % en un mois et + 11,4 % sur un an). Ses principales composantes, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, se sont accrues, en rythme annuel, respectivement de 12,9 % et de 15,1 %.

À fin juillet, la croissance annuelle de l'endettement intérieur total est restée soutenue (+ 4,9 %, après + 5,2 % à fin juin). Les crédits à l'économie ont enregistré une progression de 0,6 % sur les douze derniers mois et le développement des financements de marché est demeuré important (+ 13,3 % sur un an).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

---

### 2.1. France

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

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

- 1<sup>er</sup> septembre** À la fin du premier semestre, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 230 milliards, soit quelque 70 % du déficit global prévu pour 1995.
- 7 septembre** La Cour des comptes évalue à FRF 343,1 milliards le déficit budgétaire de l'année 1994 en tenant compte de certaines opérations hors budget.
- 20 septembre** Le Conseil des ministres adopte le projet de budget pour 1996. Les dépenses progresseraient de 1,8 % par rapport au collectif de juillet 1995 (+ 4 % par rapport à la loi de finances initiale) et les recettes de 5 %, grâce notamment à une hausse de la fiscalité sur l'essence, les entreprises et l'épargne. Au total, le déficit de finances l'État serait ramené de FRF 321,6 milliards à 289,7 milliards.
- 27 septembre** Le ministre de l'Économie, des Finances et du Plan annonce qu'il s'apprête à geler au moins FRF 15 milliards de crédits cette année.

##### ***La réforme de l'accession sociale à la propriété***

- 6 septembre** Le Conseil des ministres décide de remplacer les PAP par des prêts à taux zéro.
- 30 septembre** Publication du décret instituant ces avances qui seront distribuées par l'ensemble des établissements de crédit.

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

- 6 septembre** Le Conseil des ministres adopte le projet de loi relatif au redressement du Crédit lyonnais et du Comptoir des entrepreneurs.
- 11 septembre** François Henrot renonçant à prendre ses fonctions à la tête de France Télécom, il est remplacé par Michel Bon, directeur général de l'ANPE.
- Lancement de la première étape de la privatisation de Bull, à travers une augmentation de capital qui permet à l'État de ramener sa participation à 36,4 %.

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

- 7 septembre** Le CNPF et cinq organisations syndicales signent un accord permettant aux salariés ayant cotisé 40 ans à la Sécurité sociale de partir en préretraite dès l'âge de 57 ans et demi, à condition que leur entreprise procède, en contrepartie, à une embauche.

## La Banque de France et la politique monétaire

- 6 octobre** La Banque de France décide de suspendre ses prises en pension de 5 à 10 jours et consent des pensions à 24 heures au taux de 6,15 %.
- 9 octobre** La Banque de France relève son taux des prises en pension à 24 heures de 110 points de base, à 7,25 %.

## Les principaux indicateurs conjoncturels

### *Le PIB*

- 6 septembre** Selon l'INSEE, le PIB a augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre (1,6 % en rythme annuel), après une progression de 0,7 % au premier trimestre.

### *L'activité dans le secteur du BTP*

- 5 septembre** Selon la Fédération nationale des travaux publics, cette branche a vu son activité fléchir de 4 % au premier semestre par rapport à la période correspondante de 1994.
- 26 septembre** Selon la Fédération nationale du bâtiment, l'activité de cette branche a diminué de 2 % au cours des huit premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1994.
- Sur cette même période, les mises en chantier de logements neufs ont reculé de 2,3 %, selon le ministère de l'Équipement.

### *Les défaillances d'entreprises*

- 1<sup>er</sup> septembre** Selon la Société de recouvrement et de renseignement commercial SCRL, le nombre des défaillances a diminué de 7,9 % au premier semestre par rapport aux six premiers mois de 1994, le mouvement s'accéléralant au deuxième trimestre, avec des reculs de 10,8 % en mai et de 11,9 % en juin.
- 5 septembre** Selon l'INSEE, le nombre des défaillances a baissé de 8,6 % au premier trimestre par rapport à la période correspondante de 1994.
- 7 septembre** Ce recul a atteint 8,7 % pour les défaillances jugées en février-mars-avril 1995.

### *La consommation des ménages*

- 26 septembre** La consommation des ménages en produits manufacturés (données cvs), qui avait progressé de 4,0 % en juin, s'est repliée de 3,6 % en juillet et de 0,1 % en août. Hors secteur automobile, elle a toutefois progressé de 1,5 % en juillet et de 0,7 % en août, après une baisse de 1,1 % en juin.

### *Les immatriculations d'automobiles*

- 1<sup>er</sup> septembre** Après une baisse, en glissement annuel, de 8,7 % en juillet, elles ont à nouveau fléchi de 9,1 % en août.

**L'emploi**

- 4 septembre** Selon l'Unedic, le nombre des personnes indemnisées s'élevait à 2 562 700 (cvs) en juillet, en baisse de 1,9 % sur un mois et de 3,0 % sur un an.
- 14 septembre** Selon l'INSEE, l'emploi a progressé au deuxième trimestre de 0,4 % (47 000 postes) par rapport aux trois mois précédents et de 1,6 % (209 000 postes) sur un an. L'Unedic chiffre ces évolutions à respectivement 0,5 % (64 100 postes) et 1,7 % (223 900 postes).
- 29 septembre** Après dix mois consécutifs de baisse, le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté de 0,9 % en août, atteignant 2 939 100 personnes (cvs). Le taux de chômage au sens du BIT est resté stable à 11,4 %.

**Les salaires**

- 21 septembre** Au deuxième trimestre, le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 0,9 %, ce qui porte à 2,6 % son augmentation entre le 1<sup>er</sup> juillet 1994 et le 1<sup>er</sup> juillet 1995. Cette hausse tient compte de la revalorisation de 4 % du SMIC au 1<sup>er</sup> juillet dernier.

**Les prix**

- 22 septembre** En août, les prix à la consommation ont augmenté de 0,4 % sur un mois, traduisant un glissement annuel de 1,9 %, contre 1,5 % en juillet.

**Les comptes extérieurs**

- 13 septembre** En juin, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 11 milliards (cvs). Sur l'ensemble du premier semestre, l'excédent cumulé atteint FRF 74 milliards, contre 25,27 milliards pour les six premiers mois de 1994.
- 26 septembre** En juillet, la balance commerciale a enregistré un excédent de FRF 5,3 milliards (cvs), en net repli par rapport aux mois précédents. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde positif cumulé s'élève à FRF 64,63 milliards, contre 41,41 milliards pour la période correspondante de 1994.

## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> septembre** Aux États-Unis, recul de l'indice des directeurs d'achat, de 50,5 en juillet à 46,9 en août, et création de 249 000 emplois au mois d'août, le taux de chômage passant de 5,7 % à 5,6 %.
- 6 septembre** En Allemagne, baisse du taux des prises en pension de 4,30 % à 4,20 %.
- En Belgique, baisse du taux des avances en fin de journée, de 5,55 % à 5,45 %, et du taux central, de 4,30 % à 4,20 %.
- En Italie, progression de 5,8 %, en rythme annualisé, des prix à la consommation en août.
- Au Japon, baisse de l'excédent des transactions courantes à USD 9,2 milliards en juillet (contre USD 10,9 milliards en juin).
- Au Royaume-Uni, hausse de 0,3 % de la production industrielle en juillet, mais baisse de 0,4 % de la production manufacturière.
- 7 septembre** En Autriche, baisse du Gomex, de 4,25 % à 4,15 %.
- Au Danemark, baisse du taux des prises en pension à 2 semaines, de 5,65 % à 5,50 %.
- 8 septembre** Au Japon, baisse du taux d'escompte, de 1,0 % à 0,5 %.
- 11 septembre** En Allemagne, augmentation des commandes à l'industrie de 4,1 % cvs en juillet (soit 3,4 % en rythme annuel).
- Au Royaume-Uni, publication d'un indice des prix à la production en hausse de 0,2 % en juillet (+ 4,1 % en rythme annuel).
- 12 septembre** En Allemagne, la Banque fédérale baisse une nouvelle fois son taux des prises en pension à 14 jours, le ramenant de 4,20 % à 4,15 %.
- Aux États-Unis, baisse de 0,1 % des prix à la production en août (+ 1,4 % en rythme annuel) ; annonce d'un déficit de USD 43,6 milliards des paiements courants au deuxième trimestre.
- 13 septembre** En Belgique, la Banque nationale procède à une nouvelle réduction de ses taux directeurs. Le taux central est ramené de 4,20 % à 4,15 % et le taux en fin de journée est également abaissé, revenant de 5,45 % à 5,40 %.
- Aux États-Unis, augmentation des prix à la consommation de 0,1 % en août (+ 2,6 % en rythme annuel).
- Au Royaume-Uni, taux de chômage de 8,2 % en août, après 8,3 % en juillet.
- 15 septembre** Aux États-Unis, progression de 1,1 % de la production industrielle en août. Taux d'utilisation des capacités de production de 84,3 % pour ce même mois.
- Déclarations de MM. Summer, Tietmeyer et Trichet en faveur d'un dollar fort.

Étranger

- 18 septembre** Au Japon, excédent commercial de USD 5,9 milliards en août.  
 Au Royaume-Uni, besoin de financement du secteur public de GBP 4,58 milliards pour le mois d'août (contre 3,3 milliards attendus).
- 19 septembre** En Allemagne, diminution de 0,5 % des prix de gros dans la partie occidentale en août (après - 0,7 % en juillet).
- 20 septembre** En Allemagne, baisse de 3 points de base, à 4,12 %, du taux des prises en pension de la Banque fédérale.  
 En Belgique, la Banque nationale abaisse son taux central à 4,10 %, contre 4,15 % précédemment, et le taux en fin de journée qui revient de 5,40 % à 5,35 %.  
 Aux États-Unis, déficit de USD 11,5 milliards du commerce en juillet, après 11,3 milliards en juin.  
 Au Japon, publication du plan visant à relancer l'économie.  
 En Allemagne, déclaration de M. Waigel sur les difficultés supposées de certains pays européens à remplir les critères du traité de Maastricht.
- 21 septembre** En Italie, progression de 0,3 % de l'inflation — provisoire — pour le mois de septembre (soit + 5,8 % en rythme annuel).  
 En Suisse, baisse du taux d'escompte de la Banque nationale, de 2,5 % à 2,0 %.
- 22 septembre** En Autriche, la Banque nationale ramène le taux Gomex (taux des prises en pension) de 4,15 % à 4,05 %, ce qui constitue la quatrième baisse de ce taux Gomex depuis le 24 août (qui atteignait 4,45 % avant cette date).  
 Aux Pays-Bas, la Banque centrale abaisse son taux des avances spéciales de 3,90 % à 3,80 %.  
 Au Royaume-Uni, déficit de GBP 2,36 milliards de la balance des paiements courants au deuxième trimestre (contre 1,32 milliard au premier).
- 25 septembre** En Allemagne, hausse de 0,2 % en août de l'inflation dans les Länder de Hesse, Bade-Wurtemberg et Rhénanie-Westphalie.
- 26 septembre** Aux États-Unis, recul à 97,4 de l'indice de confiance des consommateurs en septembre.
- 27 septembre** En Allemagne, baisse de 4 points de base, à 4,08 %, du taux de prises en pension de la Banque fédérale et annonce d'une progression de 0,1 % de l'inflation — provisoire — dans la partie occidentale au mois de septembre.  
 Aux États-Unis, hausse de 4,9 % des commandes de biens durables en août.
- 28 septembre** Au Danemark, la Banque nationale abaisse le taux des pensions et celui des certificats de dépôt de 5,50 % à 5,40 %.  
 Au Japon, baisse de 2,6 % de la production industrielle en août.

## Étranger

- 3 octobre** En Allemagne, la Banque fédérale diminue de nouveau légèrement le taux le plus bas appliqué lors de sa prise en pension hebdomadaire à 14 jours, en le ramenant de 4,08 % à 4,05 %. Depuis la dernière baisse de ses taux directeurs, le 25 août, la Banque fédérale abaisse le taux des prises en pension de 34 points de base.
- 4 octobre** En Belgique, à l'annonce des résultats de la prise en pension de la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque nationale réduit de 4,10 % à 4,05 % le taux central et de 5,35 % à 5,30 % le taux de fin de journée.
- 5 octobre** Au Danemark, la Banque nationale décide de réduire le taux de ses prises en pension à deux semaines, de 5,40 % à 5,30 %. En revanche, le taux d'escompte reste inchangé à 5,0 %.

En Finlande, la Banque centrale ramène son taux d'appel d'offres à 5,5 %, contre 6,0 % depuis juillet 1995. Elle abaisse le même jour son taux de base de 5,25 % (son niveau depuis février 1994), à 5,0 %, avec effet le 1<sup>er</sup> novembre.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

---

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Aux États-Unis, la reprise de l'économie semble s'affirmer depuis l'été et des signes de raffermissement de l'activité apparaissent en Allemagne. Cette amélioration contraste avec le ralentissement perceptible au Royaume-Uni tandis que l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne ont enregistré un fléchissement de leur croissance au deuxième trimestre. Au Japon, la conjoncture reste relativement déprimée. Les prix de détail se sont dans l'ensemble modérés en août, sauf au Royaume-Uni et en Italie. Les taux d'intérêt à court et long termes se sont orientés à la baisse au mois de septembre.

---

Aux **États-Unis**, un rebond de la croissance est perceptible depuis l'été. En effet, alors que les comptes nationaux des premier et deuxième trimestres ont fait apparaître un ralentissement très fort de l'activité (la croissance est revenue d'un rythme de 5,1 % l'an en fin d'année 1994 à seulement 2,7 % entre janvier et mars 1995, puis 1,3 % d'avril à juin), les indicateurs les plus récents suggèrent une nette amélioration de la conjoncture au troisième trimestre. La consommation s'est ainsi redressée aux dépens de l'épargne : les achats des ménages ont progressé, tandis que le taux d'épargne revenait à seulement 3,6 % du revenu disponible en août. Les ventes au détail ont été stimulées par la reprise dans le domaine des biens durables, et plus particulièrement les automobiles, secteur déterminant pour l'économie américaine. Les mises en chantier de logements ont continûment progressé depuis cinq mois, traduisant le redressement progressif de la construction en liaison avec la diminution des taux hypothécaires (9,0 % en début d'année, 7,6 % à la fin septembre). La production industrielle a enregistré une hausse exceptionnelle au mois d'août et, de ce fait, le taux d'utilisation des capacités productives s'est élevé à 84,3 %. Dans ce contexte, le taux de chômage est revenu de 5,7 % de la population active au deuxième trimestre à 5,6 % au troisième.

---

Au **Japon**, après une conjoncture mieux orientée d'avril à juin, l'activité stagne, voire se contracte à nouveau depuis l'été. De fait, le PIB a enregistré, au deuxième trimestre, une croissance de 3,1 % en rythme annualisé, après un premier trimestre en léger repli (-0,1 %). Ce rebond s'expliquait par un rythme plus soutenu de la consommation privée et de l'investissement productif, ainsi que par le retournement de l'investissement public après deux trimestres de repli. Des aspects négatifs demeuraient néanmoins, avec un marasme persistant de l'immobilier (les investissements en logements des ménages reculent de 5,5 %) et un gonflement des stocks. De plus, la vive appréciation du yen ne s'était traduite que faiblement dans les chiffres du deuxième trimestre, la contribution des échanges extérieurs à la croissance demeurant neutre : son impact pourrait en revanche être plus sensible sur les chiffres du troisième trimestre. Les indicateurs les plus récents indiquent d'ailleurs une détérioration de la conjoncture au cours de l'été : les dépenses de consommation des ménages se sont repliées de 1,1 % sur un an en juillet, après déjà -0,6 % en juin. Les mises en chantier de logements reculent de 11,2 % en glissement annuel en juillet, après -15,7 % en juin. Si la production industrielle a affiché en août un glissement mensuel positif pour la première fois depuis mars dernier (2,4 %), elle continue de

décélérer sur un an, passant de 1,4 % à 0,9 %. Le taux de chômage se situe à 3,2 % de la population active, pour le troisième mois consécutif en août. Sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent courant, en données brutes, s'inscrit en retrait de 9,3 % par rapport à la même période de 1994, et le solde commercial de 2,6 %. Ce dernier atteint encore, toutefois, 77 milliards de dollars.

En **Allemagne**, les indicateurs disponibles montrent une certaine reprise de l'activité au début du second semestre. Dans l'ensemble du pays, la production industrielle a progressé, sur un an, de 3,1 % en juillet contre 1,0 % en juin, tandis que les commandes à l'industrie augmentaient, sur la même période, de 3,1 %, après une baisse de 0,4 %. En septembre, le chômage a faiblement reculé en données brutes tant dans la partie occidentale (de 8,2 % à 8,1 %) que dans les nouveaux Länder (de 13,9 % à 13,8 %). Toutefois, l'indice des ventes au détail, pour l'ensemble de l'Allemagne, en données brutes, continue d'indiquer une certaine faiblesse de la demande : en glissement annuel, il a reculé de 3 % en termes nominaux en juillet, après une baisse de 2 % en juin.

Au **Royaume-Uni**, le ralentissement de l'activité, constaté depuis la fin de l'année dernière, se poursuit. La production industrielle est restée stable en août, après +0,6 % en juillet, le glissement annuel s'établissant à 0,9 %, après 2,0 %, soit le plus faible depuis avril 1993. Les ventes au détail ont diminué de 0,8 %, après une progression de 0,4 % en juillet, leur glissement annuel revenant de 1,3 % à 0,4 %. Le taux de chômage, stable depuis 4 mois à 8,3 %, est revenu à 8,2 % en août. Le déficit de la balance des paiements courants s'est nettement approfondi au deuxième trimestre, à 2,36 milliards de livres sterling, après 1,32 milliard au premier trimestre (chiffre sensiblement révisé à la baisse) et 0,58 milliard au deuxième trimestre 1994. La dégradation du commerce extérieur britannique, très nette au deuxième trimestre, est confirmée par le déficit de juillet, qui s'est établi à 1,06 milliard de livres sterling, après 0,87 milliard en juin et 0,77 milliard en juillet 1994.

En **Italie**, le PIB a reculé de 0,4 % au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent. Il s'agit de la première baisse enregistrée depuis le deuxième trimestre 1993. En glissement annuel, le taux de croissance est revenu de 4,1 % au premier trimestre à 2,9 % au deuxième trimestre. Toutefois, la demande interne finale a plus progressé au deuxième trimestre (+ 0,6 %) qu'au premier (+ 0,2 %), avec une hausse de 0,3 % de la consommation privée, contre 0,1 % au premier trimestre, et de 2,4 %, après 1,3 %, pour l'investissement. C'est un fort mouvement de déstockage (- 1,6 %) qui explique la contraction de la demande interne totale (- 1,0 % au deuxième trimestre, après - 0,2 % au premier). La hausse des exportations nettes s'est ralentie au deuxième trimestre (+ 0,6 %, contre + 1,5 % au premier trimestre) mais la progression, en glissement annuel, des exportations reste nettement supérieure à celle des importations (17,8 %, contre 11,8 %). L'acquis de croissance sur la base du premier semestre est de 2,3 % (la hausse du PIB sur l'ensemble de l'année a atteint 2,2 % en 1994).

En **Espagne**, le PIB, selon les données définitives, a progressé de 0,8 % au deuxième trimestre, après 1,0 % au cours du trimestre précédent. L'évolution en glissement annuel fait néanmoins apparaître une légère accélération de la croissance (3,2 % au deuxième trimestre, après 3,0 %). Les composantes internes apparaissent de plus en plus nettement comme le moteur de la croissance : la demande intérieure dans son ensemble a progressé de 3,4 % en glissement annuel (contre 3,1 % au trimestre précédent), sous l'effet d'une accélération sensible de la hausse de l'investissement (9,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre, contre 8,3 % au cours du premier). En revanche, le dynamisme des échanges extérieurs est devenu défavorable à la croissance, les importations progressant plus vite (+ 11,7 % en glissement annuel) que les exportations (+ 11,4 %).

La hausse des **prix de détail** s'est encore ralentie aux États-Unis, où elle est revenue de 2,8 % sur un an en juillet à 2,6 % en août, et au Japon, où le glissement annuel a été négatif au mois d'août (- 0,2 %). L'inflation a également

poursuivi sa décélération en Allemagne (1,7 % sur un an en août, après 1,8 % en juillet), et en Espagne (4,3 % en août, contre 4,7 % en juillet et 5,1 % en juin). En revanche, les prix de détail ont enregistré une légère accélération en août au Royaume-Uni (3,6 %, après 3,5 %), et en Italie, où le glissement annuel s'est néanmoins stabilisé à 5,8 % en septembre.

Les **taux d'intérêt** à long terme se sont en moyenne détendus dans l'ensemble des grands pays de l'OCDE en septembre, malgré la tension temporaire observée en milieu de mois. Les taux à court terme ont été également orientés à la baisse en septembre. Ils enregistrent, en revanche, une certaine tension aux États-Unis et en Italie depuis le début du mois d'octobre.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a enregistré en septembre une hausse limitée à 1,3 % par rapport au yen, tandis qu'il perdait près de 2,80 % par rapport au deutschemark. Le yen s'est assez sensiblement déprécié, perdant en particulier plus de 4,0 % par rapport au deutschemark. La plupart des monnaies européennes sont demeurées relativement stables entre elles, à l'exception des monnaies hors mécanisme de change, qui ont enregistré des variations notables.

Jusqu'au 20 septembre, le **dollar** s'est inscrit en hausse face au yen, et dans une moindre mesure face au deutschemark. En effet, il a tiré profit de la réduction de l'excédent des transactions courantes japonaises (à 9,2 milliards de dollars en juillet, contre 10,9 milliards en juin), puis de la publication d'un excédent commercial japonais moins fort que prévu (à 5,9 milliards de dollars en août). Il a également bénéficié de la décision de la Banque du Japon de réduire son taux d'escompte, de 1,0 % à 0,5 %, le 8 septembre et s'est apprécié de plus de 6 % pour atteindre 104,05 yens au plus haut. La progression de la monnaie américaine durant cette période a été plus limitée contre deutschemark. En effet, si les statistiques américaines font état d'une activité économique soutenue (hausse de 1,1 % de la production industrielle et de 4,9 % des commandes de biens durables en août), quoique non inflationniste (diminution de 0,1 % des prix à la production en août, soit + 1,4 % sur les 12 derniers mois), le creusement du déficit de la balance des paiements (de 39 milliards de dollars au premier trimestre à 43,6 milliards au deuxième) a pesé sur la tenue du dollar, qui n'a gagné durant cette période que 1,7 % par rapport à la monnaie allemande, pour atteindre 1,49 deutschemark.

À partir du 20 septembre, la monnaie américaine a amorcé un ample mouvement de repli qui l'a conduite au plus bas à 1,4110 deutschemark et 97,20 yens. Les opérateurs ont en effet été déçus par le contenu du nouveau plan de relance de

l'économie japonaise, qui ne prévoit pas de mesure de dérégulation des marchés de capitaux, et par l'absence d'interventions de soutien des banques centrales. L'annonce d'un déficit commercial américain de 11,5 milliards de dollars en juillet (contre 11,3 milliards en juin) a encore accentué ce recul.

Dans le sillage du dollar, la **livre sterling** s'est affaibli contre deutschemark. Elle a été fragilisée par l'annonce d'un besoin de financement du secteur public plus élevé qu'attendu (4,58 milliards de livres sterling en août), et d'un recul de 0,8 % des ventes de détail en août (soit une progression de 0,4 % sur les 12 derniers mois) qui a fait reculer les anticipations de hausse des taux.

Le **franc suisse** s'est nettement apprécié contre toutes devises. Profitant de transferts de fonds du marché de l'eurodeutschemark au Luxembourg vers la Suisse, et des propos de M. Lusser qui, dans un premier temps a repoussé toute perspective de baisse des taux dans l'immédiat, la monnaie helvétique a atteint son niveau le plus élevé contre deutschemark depuis la mi-1986, à 0,7975. Par la suite, la décision de la Banque nationale suisse d'abaisser son taux d'escompte, de 2,5 % à 2,0 %, n'a pas remis en cause son orientation haussière, en dépit de nouveaux propos de M. Lusser sur la surévaluation du franc suisse.

La **lire italienne** s'est régulièrement appréciée contre la monnaie allemande, jusqu'au 21 septembre. Elle bénéficiait en effet du consensus apparu dans les milieux politiques italiens pour éviter des élections générales en automne, et des déclarations de plusieurs responsables politiques, dont le président du Sénat, en faveur de la réintégration de la lire dans le Système monétaire européen. La monnaie italienne est alors repassée sous la barre des 1 100 liras pour 1 deutschemark, avant que les propos de M. Waigel, indiquant que l'Italie avait peu de chances d'être en mesure de satisfaire aux critères du traité de Maastricht et donc d'adopter la monnaie unique, ne la fasse brutalement tomber à 1 140 liras. Si elle s'est quelque peu redressée par la suite, notamment grâce aux déclarations encourageantes de M. Dini, elle reste affectée par les difficultés rencontrées par le projet de budget 1996, considéré comme trop optimiste par certains observateurs.

La **couronne suédoise** a subi, tout comme la lire italienne, le contrecoup des propos de M. Waigel, et cela d'autant qu'elle était quelque peu affaiblie par le mauvais score du Parti au pouvoir lors des élections au Parlement européen. Elle a néanmoins nettement progressé au cours du mois de septembre, avec un taux d'inflation qui est passé de 2,9 % en juillet à 2,7 % en août et un excédent de la balance commerciale suédoise plus important que prévu (4,6 milliards de couronnes suédoises).

Le **deutschemark**, stable voire en léger repli au début du mois de septembre, s'est raffermi par la suite en liaison avec les propos de MM. Tietmeyer et Waigel indiquant qu'il ne pourrait y avoir de compromis sur les critères du traité de Maastricht, et que le début de l'Union monétaire pourrait s'en trouver retardé. Le taux d'inflation pour l'ensemble de l'Allemagne est

passé de 1,8 % en juillet à 1,7 % en août, et les chiffres préliminaires font ressortir une inflation en progression de 0,1 % dans la partie occidentale au mois de septembre (soit + 1,8 % sur les 12 derniers mois), ce qui a permis à la Banque fédérale d'abaisser en plusieurs étapes, de 4,30 % à 4,08 %, le taux de ses prises en pension hebdomadaires. Elle a été suivie par la Banque nationale de Belgique, la Banque nationale du Danemark et la Banque nationale d'Autriche, qui ont profité de la bonne tenue de leur devise pour réduire leurs taux officiels.

Au début du mois de septembre, la publication d'un déficit d'exécution du budget en hausse au premier semestre de 1995 (228 milliards de francs, contre 159 milliards sur la même période de 1994) a quelque peu pesé sur le **franc français**, qui s'est repris par la suite, profitant de la progression du dollar et des déclarations de M. Chirac sur la nécessité de réduire les déficits et l'endettement publics. À la présentation du projet de budget pour 1996, le franc est resté stable, les marchés prenant acte des grandes lignes de la loi de finances qui prévoit de ramener le déficit budgétaire de l'État à moins de 290 milliards de francs en 1996 (contre 322 milliards en 1995). En fin de période, les déclarations de M. Jochimsen de la Banque fédérale d'Allemagne, et de M. Waigel, soulignant les difficultés de certains pays à remplir les critères du traité de Maastricht, ont induit un accès de volatilité parmi les monnaies européennes, avec quelques pressions sur la parité deutschemark-franc.

Dans ce contexte, les données économiques fondamentales sont demeurées favorables. L'excédent de la balance des paiements courants s'est révélé supérieur aux anticipations, à 11 milliards de francs pour le mois de juin, alors que l'excédent du commerce extérieur s'établissait à 5,31 milliards de francs en juillet.

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

Principales monnaies étrangères à Paris		31 août 1995	29 septembre 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,038	4,9145	-2,45
Écu privé.....	1 XEU	6,437	6,389	-0,75
Allemagne.....	100 DEM	343,59	345,24	0,48
Belgique.....	100 BEF	16,7085	16,7875	0,47
Pays-Bas .....	100 NLG	306,67	308,33	0,54
Danemark.....	100 DKK	88,50	88,82	0,36
Espagne.....	100 ESP	4,0235	3,9835	-0,99
Portugal.....	100 PTE	3,31	3,285	-0,76
Irlande.....	1 IEP	8,0075	7,942	-0,82
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,8265	7,765	-0,79
Italie.....	1000 ITL	3,1095	3,0495	-1,93
Grèce.....	100 GRD	2,136	2,119	-0,80
Suède .....	100 SEK	69,04	70,71	2,42
Finlande .....	100 FIM	114,76	115,29	0,46
Autriche .....	100 ATS	48,86	49,066	0,42
Norvège .....	100 NOK	78,61	78,38	-0,29
Suisse .....	100 CHF	419,07	428,28	2,20
Japon.....	100 JPY	5,1832	4,9757	-4,00

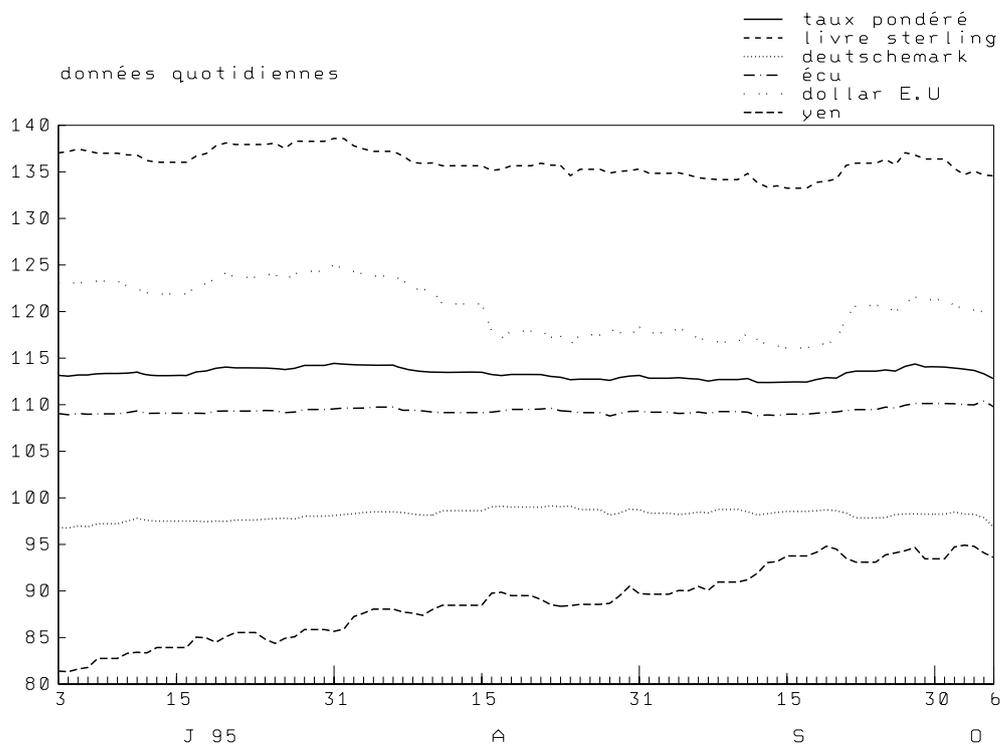
**TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES***(en pourcentage)*

	1 mois		3 mois	
	31 août 1995	29 septembre 1995	31 août 1995	29 septembre 1995
Dollar .....	5,812	5,812	5,875	5,875
Livre sterling .....	6,687	6,687	6,75	6,75
Deutschemark .....	4,25	4,031	4,25	4,031
Franc suisse .....	2,875	2,437	2,875	2,437
Franc français .....	5,775	6,185	5,81	6,375

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

Mise à jour le 29 septembre 1995

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



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

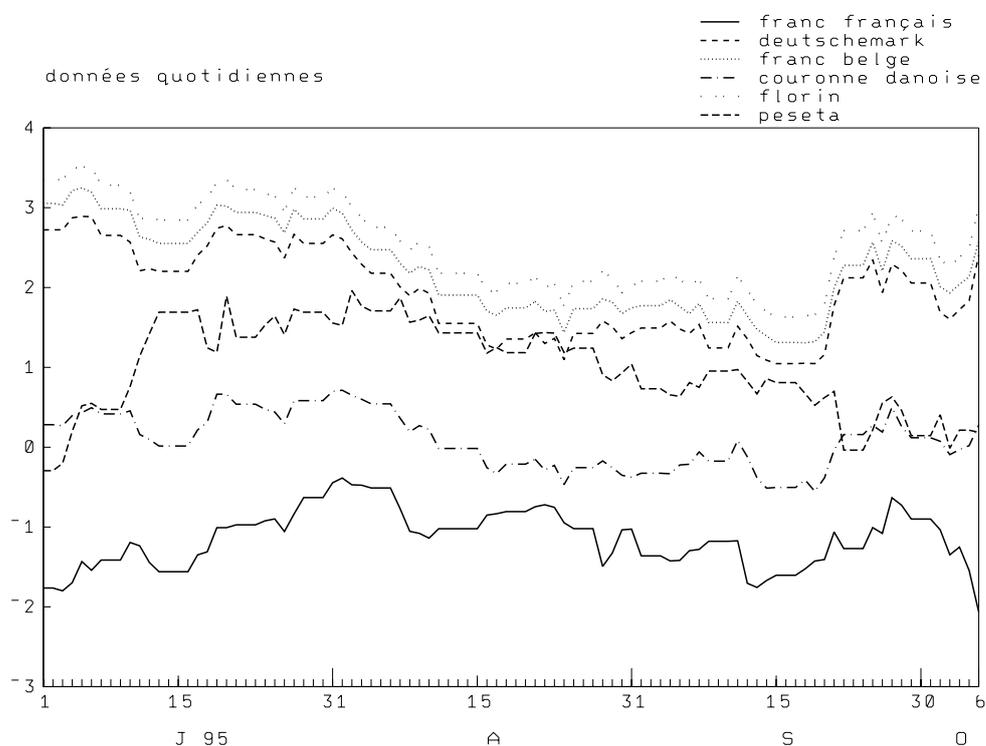
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 9 octobre 1995

Relativement stable vis-à-vis du deutschemark et de l'écu durant le mois de septembre, le franc français s'est sensiblement replié à la fin de la première semaine d'octobre. Face au dollar, la monnaie française s'est nettement raffermie à la mi-septembre. Le mouvement s'est ensuite atténué, avant de s'inverser en fin de période. L'évolution de la livre sterling a, dans l'ensemble, suivi celle de la devise américaine. De son côté, le yen a continué de se déprécier.

## 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.

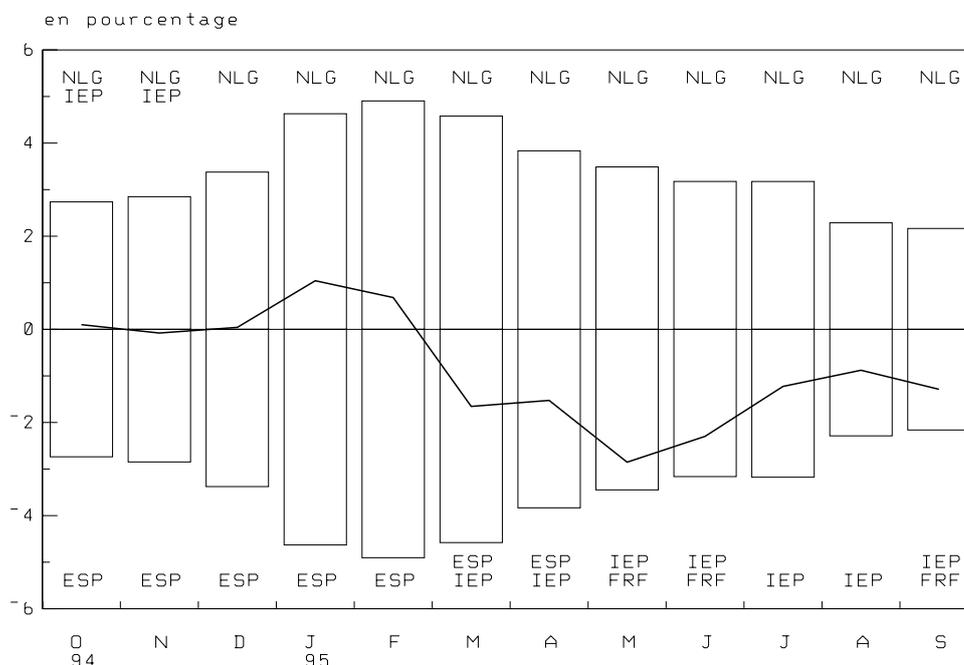
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 9 octobre 1995

Après avoir marqué une amélioration au cours de la seconde quinzaine de septembre, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen s'est, en fin de période, nettement éloignée de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. Dans le même temps, la situation de la peseta a continué de se détériorer.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

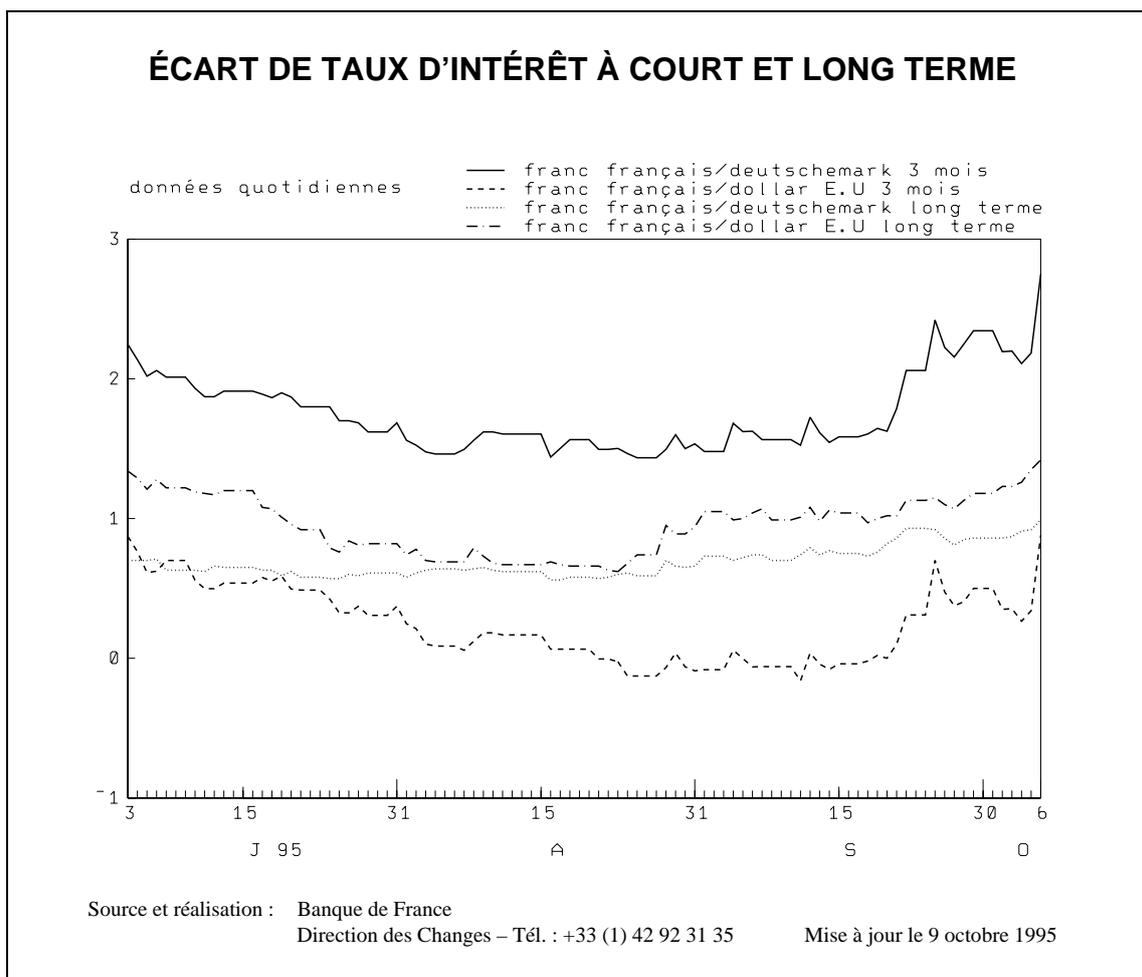
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 9 octobre 1995

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise et le franc français ont été durant le mois de septembre en opposition avec le florin, celui-ci ayant enregistré les écarts positifs moyens les plus importants. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est légèrement réduit.



D'une fin de période à l'autre, l'accroissement des écarts de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne d'une part, la France et les États-Unis d'autre part, reflète essentiellement la remontée des taux français.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre les taux français et les taux allemands s'est légèrement accentué, sous l'effet conjugué de la hausse des taux en France et de la détente des taux en Allemagne. L'écart de taux entre la France et les États-Unis a suivi la même évolution.

### 3.3. Le marché de l'or

Le cours de l'or a continué de fluctuer à l'intérieur d'une étroite fourchette allant de 379 dollars à 386 dollars l'once. En début de mois, le métal fin est repassé sous la barre des 380 dollars pour la première fois depuis 6 mois. L'entrée de fonds

d'investissement américains et des achats physiques en provenance du Moyen-Orient ont permis un rebond. La progression du métal précieux a alors été enrayée par les ventes à terme des producteurs australiens et sud-africains.

COURS DE L'OR			
	Au 31 août 1995	Au 30 septembre 1995	Variation (en pourcentage)
<b>À PARIS (en francs français)</b>			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	62 100,00	59 800,00	-3,70
Lingot (le kg).....	62 250,00	61 300,00	-1,53
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	361,00	349,00	-3,32
Vreneli .....	358,00	350,00	-2,23
Union latine .....	358,00	350,00	-2,23
Souverain.....	457,00	445,00	-2,63
20 dollars .....	120,50	122,00	1,24
Peso mexicain.....	2 310,00	2 255,00	-2,38
<b>À LONDRES</b>			
Fixage (l'once en dollars)	381,50	384,00	0,66
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35		Mise à jour le 30 septembre 1995	

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

---

## 4.1. La conjoncture économique en septembre 1995

### Les indicateurs

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

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

L'activité dans le BTP s'est stabilisée au troisième trimestre 1995, après s'être légèrement redressée au deuxième. Le nombre de logements commencés au cours des huit premiers mois de l'année s'inscrit en baisse de 2,3 % par rapport à la période correspondante de 1994.

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

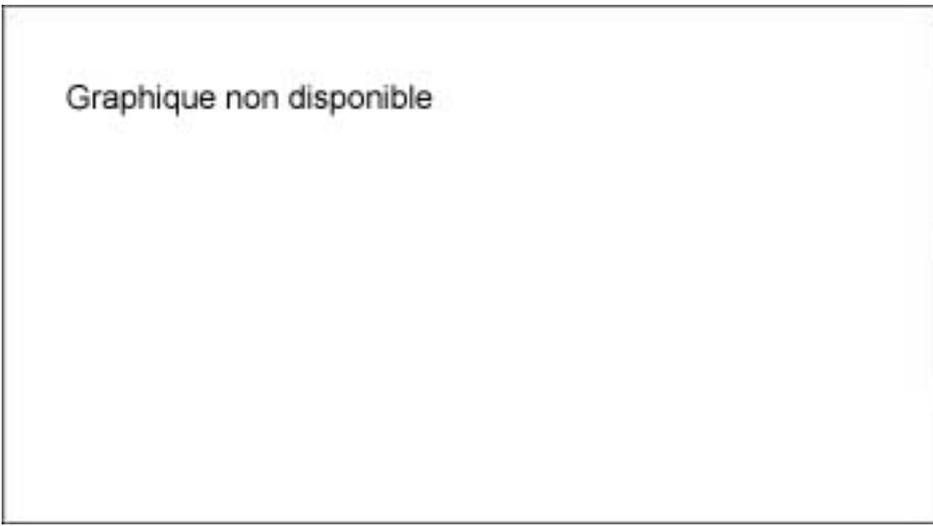
En août, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'Agence nationale pour l'emploi, (ANPE) s'est établi à 2 939 100 unités (hors demandeurs ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois), en hausse de 0,9 % sur le mois, contre - 0,8 % en juillet. En glissement annuel, le chômage marque une diminution de 4,9 %, après - 5,5 % en juillet.

Le taux de chômage au sens du BIT s'établit à 11,4 %, comme en juillet. Sur un an, il a fléchi de 0,8 point.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, en septembre, la production industrielle a, dans l'ensemble, enregistré un léger tassement par rapport au niveau atteint en juin.

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

## LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

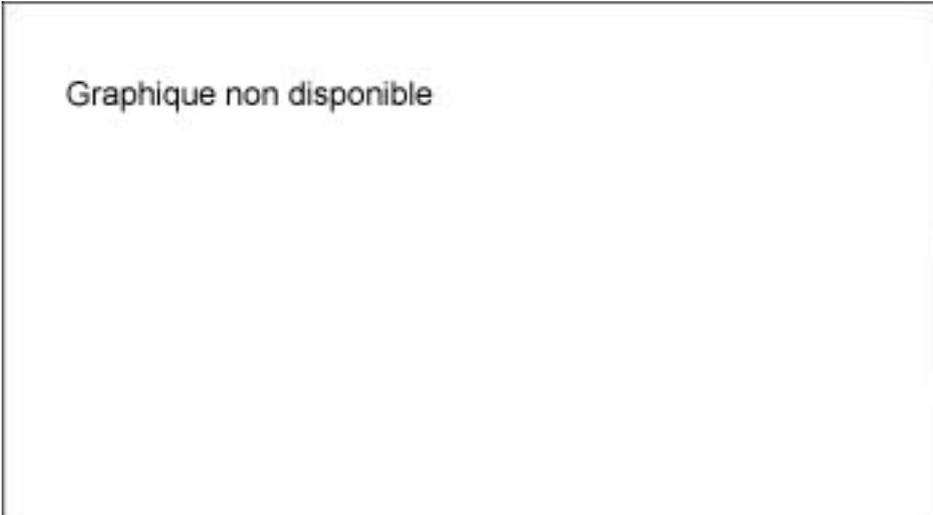
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 17 octobre 1995

En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la *production industrielle* a, dans l'ensemble, enregistré un léger tassement par rapport au niveau atteint en juin. L'activité a peu varié dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation ; elle s'est essouffée dans les biens intermédiaires ; elle a, enfin, reculé dans les industries agro-alimentaires et, surtout, dans l'automobile. Le taux d'utilisation des capacités de production a fléchi.

## 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 octobre 1995

En ce qui concerne la *demande globale*, le courant d'affaires en provenance de l'étranger reste assez soutenu mais la demande intérieure n'a guère varié. Le tassement des ordres en provenance des États-Unis et des pays européens est compensé par le dynamisme des marchés lointains (Asie du Sud-Est, Moyen-Orient et Afrique). Quelques produits agro-alimentaires pâtissent du « boycott » pratiqué par certains pays.

### 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 octobre 1995

Les *carnets de commandes*, qui étaient considérés comme abondants au cours des derniers mois, apparaissent moins fournis. Les *stocks* se sont quelque peu gonflés et paraissent toujours assez élevés dans l'automobile et les biens de consommation.

### 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 octobre 1995

Pour les *prochains mois*, les chefs d'entreprise n'envisagent pas d'amélioration sensible de l'activité ; des progrès sont toutefois attendus dans plusieurs secteurs, en particulier dans l'automobile.

Les *prix* des produits finis ont peu évolué en moyenne. Les cours des matières premières n'ont pas pesé sur les marges des entreprises.

Le courant d'*investissements* paraît bien orienté. Les programmes d'investissement pour 1995 sont réalisés conformément aux prévisions et portent sur des montants plus élevés que l'an dernier à pareille époque. Les dépenses concernent en priorité l'accroissement des gains de productivité, l'amélioration de la qualité des produits offerts et le respect de nouvelles normes, en matière de sécurité et d'environnement notamment. Dans l'automobile, des programmes d'extension de capacités sont également signalés. Les conditions de crédit ne sont pas ressenties comme une contrainte de nature à retarder la réalisation des investissements, qui, au demeurant, sont largement autofinancés.

### 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 octobre 1995

L'*activité commerciale* s'est redressée en septembre après la quasi-stagnation observée en août.

Dans le *BTP*<sup>1</sup>, l'activité est restée stable au cours du troisième trimestre mais enregistre un net recul d'une année à l'autre. Cette évolution résulte à la fois de l'épuisement des effets du plan de relance mis en place en 1993 et d'un fort attentisme post-électoral.

Les *effectifs* n'ont pas évolué dans l'ensemble ; seul le secteur de l'automobile a réduit son recours à du personnel intérimaire. Le souci de maintenir la plus grande flexibilité dans l'ajustement de la main-d'œuvre au niveau de la production se traduit par un recours prioritaire aux heures supplémentaires, à l'intérim et aux contrats à durée déterminée.

<sup>1</sup> Données brutes

## 4.2. La balance des paiements en juillet 1995

L'excédent du *compte de transactions courantes* s'est élevé à 5,3 milliards de francs en données brutes, après 16,2 milliards en juin, et à 1,6 milliard de francs en données cvs, contre 11 milliards.

Cette diminution tient pour l'essentiel aux paiements nets importants opérés en juillet au titre des administrations publiques à l'égard des institutions européennes ainsi qu'à la moins bonne orientation des services, tandis que, de son côté, l'excédent des échanges de marchandises en balance des paiements s'est stabilisé à un haut niveau (6,9 milliards de francs, contre 6,5 milliards en juin). Le déficit des transferts courants a ainsi atteint 7,7 milliards de francs, contre -0,8 milliard seulement en juin. Par ailleurs, l'excédent des échanges de services s'est réduit quelque peu, de 10 milliards de francs à 6,2 milliards, niveau proche toutefois de la moyenne des sept premiers mois de l'année. L'excédent du compte de transactions courantes, qui s'est accru de 45 milliards de francs depuis le début de l'année par rapport à la même période de l'an passé, atteint 1,2 % du PIB sur les douze derniers mois (89,6 milliards de francs).

En raison de l'impact du poste « erreurs et omissions » (- 16,5 milliards de francs en juillet, contre + 23,2 milliards en juin et - 6 milliards depuis le début de l'année), des entrées nettes de 11,5 milliards de francs sont enregistrées dans le *compte financier*. Elles portent principalement sur les opérations à court terme des « autres secteurs » et s'expliquent surtout par la poursuite des rapatriements d'avoirs à l'étranger effectués par les OPCVM. Les opérations à court terme du secteur bancaire se traduisent par des sorties de 13,8 milliards de francs au titre principalement des résidents sur les devises.

Les flux financiers à long terme sont quasi équilibrés (+ 0,7 milliard de francs). Les investissements de portefeuille se soldent par des sorties nettes limitées à 4,7 milliards, ce qui porte à 29,3 milliards les sorties sur les sept premiers mois de 1995, contre - 235 milliards sur la période correspondante de l'an passé. Les non-résidents ont acquis en juillet pour 0,8 milliard de francs de titres français (contre 8,1 milliards de francs en juin), alors que les résidents ont acheté pour 4,7 milliards de francs de titres étrangers (contre 24 milliards de francs en juin).

Enfin, les avoirs de réserve ont peu fluctué au cours du mois.

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE***(en données brutes – en millions de francs)*

	Année 1994 (a)	Mars 1995 (b)	Avril 1995 (c)	Mai 1995 (c)	Juin 1995 (c)	Juillet 1995 (c)	7 mois de 1994 (a)	7 mois de 1995 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	44 743	8 106	8 127	5 209	16 155	5 347	26 172	71 002
– dont : Biens et services.....	146 649	17 742	17 741	10 121	18 787	15 877	84 004	97 941
COMPTE DE CAPITAL .....	-25 537	-120	-291	-70	42	-26	-2 415	-804
COMPTE FINANCIER .....	-42 522	-12 925	-22 201	16 686	-39 408	11 526	-49 577	-64 225
<b>Flux financiers (hors avoirs de réserve).....</b>	<b>-29 017</b>	<b>-12 974</b>	<b>-21 623</b>	<b>16 461</b>	<b>-39 404</b>	<b>11 929</b>	<b>-43 221</b>	<b>-61 649</b>
<i>Long terme</i>								
– Investissements directs.....	332	-1 720	952	278	-1 287	-1 274	-8 095	-4 221
– Investissements de portefeuille .....	-308 187	-1 795	30 249	3 393	-13 493	-4 379	-235 028	-29 329
– Autres investissements .....	51 917	-2 203	3 571	1 682	3 092	6 396	27 200	-25
<i>Court terme</i>								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques .....	-56 652	5 731	5 481	-40	2 758	2 972	-76 248	3 405
– Secteur bancaire.....	273 247	-2 716	-87 106	-3 115	-50 679	-13 837	246 909	-112 236
– Autres secteurs.....	10 326	-10 271	25 230	14 263	20 205	22 051	2 041	80 757
<b>Avoirs de réserve (bruts) .....</b>	<b>-13 505</b>	<b>49</b>	<b>-578</b>	<b>225</b>	<b>-4</b>	<b>-403</b>	<b>-6 356</b>	<b>-2 576</b>
ERREURS ET OMISSIONS NETTES .....	23 316	4 939	14 365	-21 825	23 211	-16 847	25 820	-5 973

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

Source et

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

Mise à jour le 5 octobre 1995

**4.2.1. Les résultats du mois de juillet 1995****4.2.1.1. Le compte de transactions courantes**  
(en données cvs)

Après un mois de juin marqué par un fort excédent commercial et par un faible déficit des transferts courants, l'excédent des transactions courantes enregistré en juillet une sensible contraction (+ 1,6 milliard de francs, après + 11 milliards). Toutefois, sur sept mois cumulés d'une année à l'autre, le solde fait plus que doubler (+ 75,8 milliards de francs, au lieu de + 30,4 milliards), principalement sous l'effet du renforcement de l'excédent du poste *biens* et de l'allègement du déficit des *revenus*.

### BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

#### Compte de transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Juin 1995 (a)	Juillet 1995 (a)	7 mois de 1994 (b)	7 mois de 1995 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...</b>	<b>16 155</b>	<b>5 347</b>	<b>26 172</b>	<b>71 002</b>
<i>Biens</i> .....	6 895	7 685	21 227	43 022
– Marchandises générales.....	6 465	6 890	16 411	39 018
<i>Services</i> .....	9 992	6 192	45 055	42 633
– Transports.....	-457	-306	-2 128	-1 886
Transports maritimes.....	-493	-369	-3 734	-3 384
Transports non maritimes.....	36	63	1 606	1 498
– Voyages.....	7 006	7 952	37 611	35 700
– Services techniques.....	1 083	-1 469	2 637	987
– Autres services.....	1 186	-1 687	-2 224	616
<i>Autres biens et services</i> .....	1 900	2 000	17 722	12 286
<i>Revenus</i> .....	-1 834	-2 871	-37 127	-18 469
<i>Transferts courants</i> .....	-798	-7 659	-20 705	-8 470
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques.....	-206	-6 352	-17 925	-5 375

(en données cvs – en millions de francs)

	Juin 1995 (a)	Juillet 1995 (a)	7 mois de 1994 (b)	7 mois de 1995 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...</b>	<b>11 043</b>	<b>1 558</b>	<b>30 422</b>	<b>75 792</b>
<i>Marchandises générales</i> .....	5 822	2 730	13 345	36 031
<i>Services</i> .....	7 003	3 312	43 731	42 302
– Transports maritimes.....	-549	-488	-3 785	-3 390
– Transports non maritimes.....	102	28	2 027	1 915
– Voyages.....	4 284	4 406	35 763	33 869
<i>Autres biens et services</i> .....	1 757	1 824	17 778	12 326
<i>Revenus</i> .....	-2 472	-2 432	-27 915	-9 769

(a) Chiffres provisoires

(b) Chiffres définitifs

Source et

réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 octobre 1995

**Évolution du commerce extérieur de marchandises**

(source Douanes)

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

Les échanges se replient nettement d'un mois sur l'autre, avec notamment une diminution de 6,9 % des exportations (- 3,5 % pour les importations), induisant une baisse sensible du taux de couverture (104,9 %, contre 108,2 % en moyenne pour les douze derniers mois). Le mouvement constaté en juillet <sup>1</sup> est amplifié du côté des exportations par la pause dans les ventes de la construction aéronautique. L'excédent atteint ainsi 5,3 milliards de francs en données corrigées des variations saisonnières, contre 9,7 milliards le mois précédent.

Sur les sept premiers mois de l'année et par rapport aux mêmes mois de 1994, les exportations et importations progressent cependant respectivement de 10,0 % et de 12,6 %, l'excédent se renforçant ainsi de quelque 23 milliards de francs en données cvs : 64,6 milliards de francs en 1995, contre 41,4 milliards en 1994.

*Évolution par produits**(en données CAF-FAB cvs) :**repli des échanges industriels*

L'excédent *agricole* se contracte d'un peu plus de 1 milliard de francs (3,6 milliards de francs, contre 4,7 milliards). Le repli des exportations de *produits des industries agricoles et alimentaires (IAA) et de produits bruts* explique en grande partie cette évolution. Mais on notera surtout, pour les *produits bruts*, la diminution des ventes de céréales, alors que le marché mondial est fortement demandeur.

Sur les sept premiers mois de l'année, les échanges agricoles restent bien orientés, l'excédent s'inscrivant quelque peu en hausse (29,1 milliards de francs, contre 25,9 milliards).

Le déficit *énergétique* s'accroît quelque peu, passant de 5,2 milliards de francs à 5,5 milliards. De façon assez inhabituelle, la baisse des exportations (produits pétroliers raffinés) est principalement à l'origine de ce résultat, tandis que la légère baisse des importations résulte de deux mouvements opposés : une hausse des quantités de pétrole brut importées plus que compensée par une diminution des prix. Le déficit des sept premiers mois de l'année s'allège par rapport à la même période de 1994 : 35,3 milliards de francs, au lieu de 39,3 milliards.

L'excédent *industriel civil* se réduit de moitié, passant de 6,1 milliards de francs au mois de juin à 2,9 milliards en juillet.

Ce mouvement trouve son origine dans le repli des ventes de *biens d'équipement professionnels* (Airbus <sup>2</sup>, pièces détachées de véhicules et de matériel utilitaire, notamment). Parallèlement, le solde *automobile*, un des seuls dont l'évolution est favorable, passe de l'équilibre à un excédent de 0,5 milliard de francs, en raison d'une diminution de 8,3 % des importations. Ce mouvement s'inscrit en phase avec le recul des ventes constaté sur le marché intérieur au terme des mesures de relance gouvernementales. Le repli des échanges apparaît au total assez généralisé, et particulièrement sensible en ce qui concerne les *biens intermédiaires* et les *biens de consommation*.

<sup>1</sup> Cette baisse pourrait être atténuée du fait des révisions des masses à la hausse qui interviennent systématiquement au cours des mois suivants.

<sup>2</sup> Trois appareils exportés en juillet pour 1,4 milliard de francs, contre onze en juin pour 4,6 milliards

Sur les sept premiers mois de l'année, et par rapport aux mêmes mois de 1994, on notera que les *biens d'équipement professionnels* (principalement la *construction aéronautique*) contribuent à hauteur de 24 milliards de francs à la progression de l'excédent du commerce extérieur. L'augmentation des seules ventes d'Airbus atteint près de 10 milliards de francs, alors que les ventes étaient stables au cours des trois dernières années. De surcroît, le secteur de la *construction aéronautique* a réduit ses importations de quelque 5 milliards de francs. Contribue également à cette évolution une augmentation des exportations de la *construction navale* (de l'ordre de 3 milliards de francs).

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

Les échanges avec les pays de l'Union européenne se contractent nettement, de 4,3 % pour les exportations et de 5,1 % pour les importations. Mais le solde se replie principalement avec les pays non membres de l'OCDE, en liaison avec la diminution des opérations de fort montant unitaire.

L'excédent enregistré avec les pays de l'Union européenne se réduit de 0,8 milliard de francs d'un mois à l'autre (2,2 milliards de francs, après 3 milliards), avec des évolutions bilatérales contrastées (pour l'essentiel, amélioration avec le Royaume-Uni, dégradation avec l'UEBL). Mais on notera surtout que tous les courants d'échanges s'inscrivent en repli d'un mois sur l'autre.

Sur les sept premiers mois de 1995, et en comparaison avec la même période de 1994, les échanges avec l'Union européenne s'inscrivent en nette progression (+ 12,7 % dans les deux sens), l'excédent se renforçant quelque peu (13,1 milliards de francs, contre 11,4 milliards). On constate une croissance vive et équilibrée du commerce avec l'Allemagne, exportations et importations progressant de plus de 16 %, et avec l'UEBL (environ + 9 %), un net essor des importations en provenance du Royaume-Uni, de l'Espagne et des Pays-Bas, et, à l'inverse, une vive croissance des ventes vers l'Italie.

Les échanges avec les autres pays de l'OCDE, également en repli, se traduisent par une stabilité du déficit (2,2 milliards de francs) d'un mois à l'autre. La comparaison des sept premiers mois des années 1995 et 1994 montre une diminution des échanges avec les États-Unis, le déficit avec l'ensemble de la zone s'alourdissant quelque peu (17,3 milliards de francs, au lieu de 15,5 milliards).

Hors OCDE, on observe un repli de 12,3 % des exportations, surtout vers le Moyen-Orient et vers les pays d'Asie à économies en développement rapide. Ce mouvement, qui explique une diminution du solde de 2,4 milliards de francs sur 3,2 milliards pour l'ensemble de la zone, paraît lié à la baisse des grands contrats.

Il n'en reste pas moins que la croissance de l'excédent commercial, sur la base des sept premiers mois de 1994 et 1995, est principalement réalisée hors OCDE, notamment en raison d'une poussée des exportations vers les pays d'Asie à économies en développement rapide, l'Afrique et le reste du monde.

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

*Les biens*  
(en données cvs)

L'excédent de ce poste, qui regroupe en balance des paiements les marchandises générales<sup>1</sup> et le travail à façon, se réduit nettement (3,5 milliards de francs, contre 6,7 milliards en juin et 6,1 milliards en moyenne au cours des six premiers mois), à la suite d'une contraction de 2,3 % des flux d'exportations recensés à la ligne *marchandises générales*.

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

*Les services*  
(en données cvs)

Apprécié par rapport à la moyenne calculée sur les six mois précédents, l'excédent des services s'inscrit en net retrait (3,3 milliards de francs, contre 6,8 milliards). Il en est de même de l'excédent des *voyages*, qui se replie (4,4 milliards de francs, contre 5,5 milliards), à la suite d'une baisse de 14 % des recettes et de 8 % des dépenses, et du solde des *services techniques*, exceptionnellement déficitaire (- 1,5 milliard de francs, au lieu de + 0,2 milliard), compte tenu de fortes dépenses du secteur aéronautique et spatial.

Sur sept mois, le solde positif des services enregistre un léger recul (+ 42,3 milliards de francs, au lieu de + 43,7 milliards en 1994), résultant d'évolutions contrastées. Trois lignes voient leurs excédents s'effriter quelque peu : les *voyages* (33,9 milliards de francs, contre 35,8 milliards), en raison du dynamisme des dépenses (+ 5,3 %), les recettes étant stables ; les *services techniques* (1,6 milliard de francs, contre 2,8 milliards), sous l'effet cumulé d'une baisse de 4 % des recettes et d'une hausse de 3 % des dépenses de la part du secteur aéronautique et spatial ; les assurances (1,3 milliard de francs, contre 2,5 milliards), à la suite principalement d'une diminution de 11 % des recettes de réassurances (baisse des tarifs dans un contexte plus concurrentiel, sélectivité accrue des contrats). En revanche, le solde des *autres services* s'inverse favorablement (+ 1,4 milliard de francs, contre - 1,6 milliard), essentiellement sous l'effet de l'évolution des interventions sur les marchés à terme.

*Les autres biens et services*

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

*Les revenus*  
(en données cvs)

Le déficit de ce poste est quasi stable d'un mois à l'autre (2,4 milliards de francs). Les *revenus des investissements* (- 3,6 milliards de francs) sont à l'origine de cette évolution. Les versements de dividendes aux non-résidents s'inscrivent, au-delà du mouvement saisonnier, en sensible augmentation, reflétant ainsi l'amélioration des résultats des entreprises observé en 1994.

Toutefois, le déficit cumulé des *revenus des investissements* depuis le début de l'année ne ressort qu'à 13,3 milliards de francs, contre 28,8 milliards pour la période correspondante de l'année 1994. Cet allègement du déficit trouve son origine, pour une dizaine de milliards, dans la réduction sensible des dépenses nettes de coupons sur titres (y compris les coupons courus non échus payés lors de négociations de titres de créances), tandis que les encaissements nets d'intérêts, notamment pour les secteurs des administrations publiques et des banques, progressent globalement de plus de 7 milliards de francs.

*Les transferts courants*  
(en données brutes)

Sur l'ensemble des sept premiers mois, le déficit des transferts courants n'atteint que 8,5 milliards de francs, contre 20,7 milliards au cours de la période correspondante de 1994. Une large part de l'écart provient du montant des recettes versées en janvier 1995 par les institutions européennes dans le cadre des nouvelles dispositions de la PAC et de la diminution de la contribution française au budget européen.

Graphiques non disponibles

#### 4.2.1.2. Le compte de capital

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

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

Au cours du mois de juillet 1995, le compte financier a dégagé un solde positif de 11,5 milliards de francs, dont -0,4 milliard au titre des avoirs de réserve (bruts).

#### Flux financiers à long terme

Leur solde s'est inscrit à 0,7 milliard de francs, après des sorties en juin de 11,7 milliards de francs.

Le solde des investissements directs a atteint -1,3 milliard de francs, niveau équivalent à celui du mois de juin. Le flux net d'investissements étrangers en France est équilibré, après 2,7 milliards de francs en juin, d'importants désinvestissements venant compenser les nouveaux investissements.

Les opérations de portefeuille ont donné lieu à des sorties de 4,4 milliards de francs, sous l'effet d'achats par les résidents de titres étrangers (4,7 milliards de francs) et notamment de bons du Trésor pour 6,8 milliards de francs. Les non-résidents ont, pour leur part, limité leurs achats de titres français (0,8 milliard de francs, après 8,1 milliards en juin), cédant des OAT pour acquérir des bons du Trésor.

Les cessions d'obligations (hors OAT) pour les non-résidents se sont fortement ralenties en juillet (-0,7 milliard de francs, après -11,8 milliards en juin).

Les prêts bancaires à long terme ont été à l'origine, comme en juin, d'entrées de 3,9 milliards de francs en raison de prêts reçus de l'étranger (2,4 milliards).

#### Flux financiers à court terme

(hors avoirs de réserve bruts)

Les flux financiers à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 11,2 milliards de francs en juillet, après des sorties de 27,7 milliards en juin.

Les opérations à court terme du secteur bancaire sont à l'origine de sorties nettes de 13,8 milliards de francs. Le comportement de la clientèle résidente sur les devises a entraîné des sorties à hauteur de 10,5 milliards de francs, principalement sous l'effet de remboursements d'avances en devises (8,3 milliards de francs). Les opérations des non-résidents sur le franc ont dégagé un solde positif de 6,4 milliards de francs, après des sorties de 56,3 milliards le mois précédent. Le courant d'emprunts s'est réduit (3,1 milliards de francs, après 21,6 milliards) tandis que les opérations de change à terme se traduisaient par des achats nets à hauteur de 8,1 milliards.

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

Par ailleurs, la transformation nette d'échéances en devises des banques résidentes a provoqué des sorties nettes à hauteur de 8,8 milliards de francs.

Les opérations du secteur des autorités monétaires et des administrations publiques ont été à l'origine d'entrées nettes en juillet (3 milliards de francs).

Les flux financiers à court terme des autres secteurs ont provoqué des entrées nettes de 22,1 milliards de francs, principalement sous la forme de rapatriements de placements à l'étranger (23,4 milliards).

### **Avoirs de réserve**

(bruts)

Les *avoirs de réserve* (bruts) ont progressé de 0,4 milliard de francs en juillet, après avoir été stables en juin.

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

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

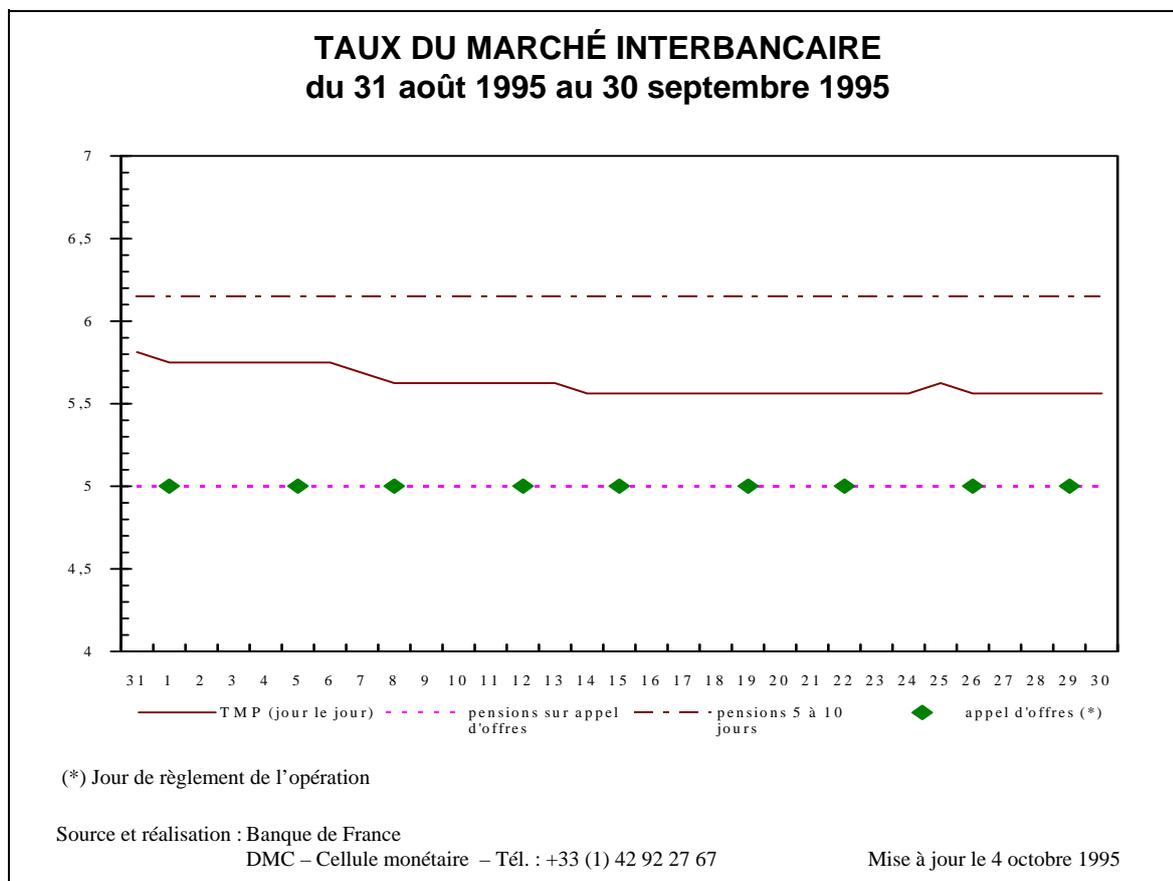
Bien orientée au cours des deux premières décades du mois, la tendance sur les marchés de taux d'intérêt s'est, en revanche, sensiblement dégradée à compter du 20 septembre.

Durant la première partie du mois, la stabilité du franc sur les marchés de change et la confirmation d'une évolution relativement modérée des prix en août ont permis la poursuite du mouvement de repli graduel du loyer de l'argent au jour le jour qui a atteint 1/4 de point au total. Les taux obligataires ont également enregistré, dans le même temps, une légère détente dans le sillage des autres grands marchés financiers.

À partir du 20 septembre, une légère hausse de la parité deutschemark-franc liée au mouvement d'affaiblissement du dollar, les craintes d'une détérioration de la situation économique et sociale en France, ainsi que les interrogations des marchés sur le respect du calendrier du processus de l'Union monétaire en Europe ont été à l'origine de tensions sur l'ensemble de la courbe des rendements.

D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare à 10 ans a gagné 10 centimes (de 7,38 % à 7,48 %) et l'écart OAT-*Bund* s'est creusé, de 66 centimes à 86 centimes.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour s'est quelque peu détendu, revenant dans une fourchette de 5 1/2 %-5 5/8 %, au lieu de 5 3/4 %-5 13/16 % précédemment. En conséquence, le taux moyen mensuel s'est établi à 5,62 % en septembre, contre 6,07 % le mois précédent.

Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire s'est réduit, passant de 120,8 milliards de francs le 31 août à 108,8 milliards le 29 septembre.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 août-15 septembre se sont élevées à 21,2 milliards de francs (dont 13,9 milliards de francs d'encaisses en billets), soit un niveau légèrement supérieur à la moyenne requise (19,6 milliards de francs).

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

(en milliards de francs)

	Août 1995	Septembr e 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-249,2	-243,3	5,9
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-6,6	-7,2	-0,6
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	126,3	125,0	-1,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	4,5	2,4	-2,1
DIVERS .....	7,2	5,6	-1,6
<b>TOTAL</b> .....	<b>-117,7</b>	<b>-117,5</b>	<b>0,2</b>
<b>CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>			
– Opérations sur appels d'offres .....	86,0	81,7	-4,3
– Autres pensions .....	12,8	20,4	7,6
– Bons du Trésor achetés ferme .....	22,2	21,3	-0,9
– Opérations d'escompte net .....	0,3	0,3	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-3,6	-6,2	-2,6
<b>TOTAL</b> .....	<b>117,7</b>	<b>117,5</b>	<b>-0,2</b>

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

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

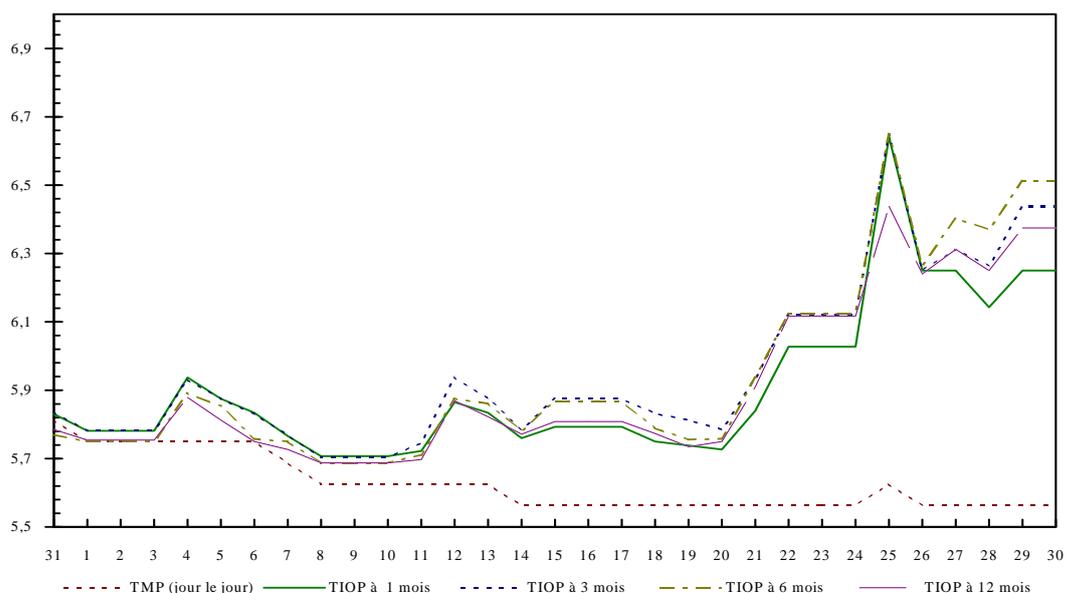
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 octobre 1995

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

#### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 août 1995 au 30 septembre 1995



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 octobre 1995

Les rendements courts interbancaires ont, dans un premier temps, fluctué étroitement, alternant des phases de tension et de détente de faible ampleur, au gré des variations de la parité deutschemark-franc.

À partir du 20 septembre, les taux se sont en revanche inscrits en hausse sensible. Le net affaiblissement du dollar, en partie lié au chiffre élevé du déficit commercial américain en juillet (-11,5 milliards de dollars), les incertitudes de certains investisseurs concernant les perspectives d'assainissement des comptes publics en France après la présentation du projet de loi de finances 1996 et l'apparition d'inquiétudes quant au respect du calendrier de réalisation de l'Union monétaire européenne ont largement dicté cette évolution.

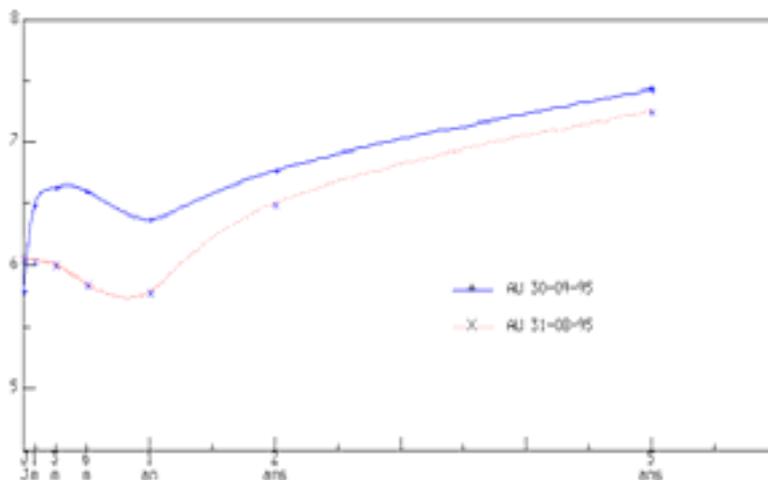
**ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES**

	31 août 1995	30 septembre 1995	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,8301	6,25	0,4199
TIOP à 3 mois.....	5,8359	6,4375	0,6016
TIOP à 6 mois.....	5,7695	6,5117	0,7422
TIOP à 1 an.....	5,7852	6,375	0,5898
Taux à 2 ans.....	6,5	6,77	0,27
Taux à 5 ans.....	7,26	7,44	0,18

Signe de la résurgence d'anticipations de hausse des taux sur un horizon borné à 3 mois, les taux interbancaires jusqu'à 6 mois se tendent de manière croissante en fonction des échéances, tandis que les taux des échéances plus éloignées progressent dans des proportions moins marquées.

Actualité

**STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ**  
Taux actuariels



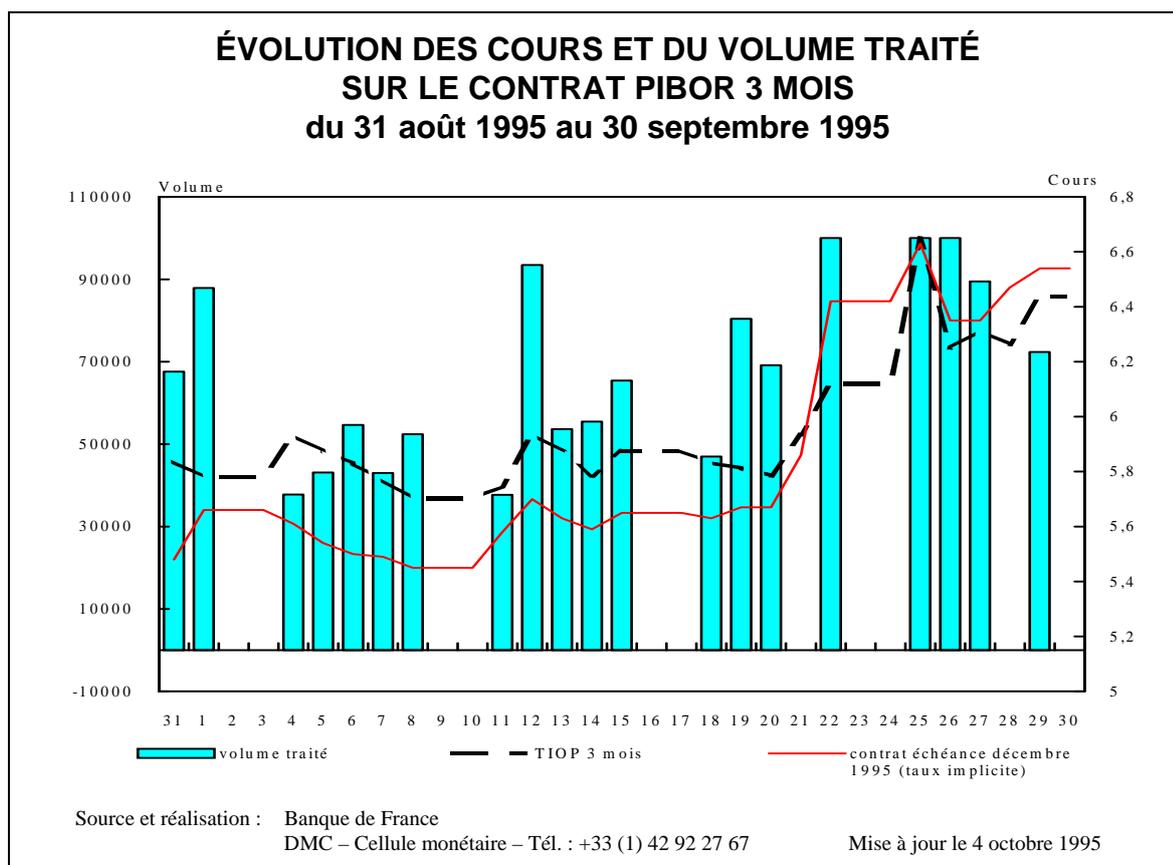
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 12 octobre 1995

La courbe des taux marque un mouvement général de translation vers le haut, tout en enregistrant un nouvel aplatissement sur le segment constitué par les échéances supérieures ou égales à six mois. En revanche, le segment jusqu'à trois mois a retrouvé une pente nettement ascendante.

Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois échéance décembre a suivi, dans des proportions à peu près identiques, l'évolution observée sur le marché au comptant. D'une fin de mois à l'autre, il a enregistré une hausse de 66 points de base, contre 60 points de base pour le TIOP 3 mois. À la fin du mois de septembre, le taux implicite du contrat échéance décembre est désormais supérieur d'environ 10 points de base à celui observé sur le marché au comptant, ce qui confirme l'apparition d'anticipations d'augmentation des taux d'ici la fin de l'année.



### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois de septembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 106,4 milliards de bons à taux fixe en francs (40,1 milliards de BTAN et 66,3 milliards de BTF), et 600 millions de BTAN en écus.

L'encours total de bons en circulation a légèrement progressé, à 1 135,8 milliards de francs le 29 septembre, contre 1 130 milliards de francs le 31 août. Il convient d'y ajouter 6,5 milliards de bons en écus, contre 5,9 milliards le mois précédent.

**ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES**

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
4 sept. 1995	BTF	13 sem.	56 135	21 762	2 789	5,77	5,78	5,99	6,15
4 sept. 1995	BTF	52 sem.	11 172	5 727	797	5,58	5,63	5,71	5,96
11 sept. 1995	BTF	13 sem.	58 677	22 010	237	5,61	5,64	5,83	5,95
11 sept. 1995	BTF	26 sem.	15 000	4 000	0	5,55	5,57	5,72	5,87
18 sept. 1995	BTF	13 sem.	48 750	16 012	0	5,59	5,61	5,81	6,17
18 sept. 1995	BTF	50 sem.	17 850	3 005	4	5,54	5,55	5,62	5,94
21 sept. 1995	BTAN	2 ans	23 360	8 950	0	102,16	102,13	5,98	6,53
21 sept. 1995	BTAN	5 ans	16 700	6 725	0	101,51	101,47	6,64	7,20
25 sept. 1995	BTF	13 sem.	30 315	13 646	1 689	6,36	6,41	6,63	6,91
25 sept. 1995	BTF	28 sem.	11 085	4 554	568	6,35	6,45	6,62	6,82

(a) Date d'adjudication

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

(c) En millions de francs

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

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

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

Source : Banque de France  
DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99Réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 4 octobre 1995

**ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN ÉCUS**

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Montants émis (c)	Taux actuariel annuel
13 septembre 1995	BTAN 5 % ÉCUS	5 ans	587	6,07

(a) Date de placement

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

(c) Valeur en écus

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

Mise à jour le 12 octobre 1995

Sur les BTF, les taux à l'émission ont enregistré une hausse (+ 60 centimes sur les bons à 13 semaines et + 74 centimes sur les bons à 28 semaines entre le 28 août et le 25 septembre).

En ce qui concerne les BTAN émis le 21 septembre, on note une baisse de 16 centimes des taux à l'émission par rapport aux résultats de la précédente adjudication tenue le 17 août.

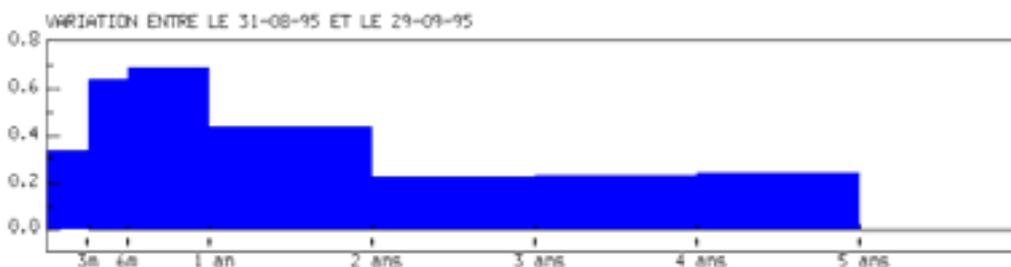
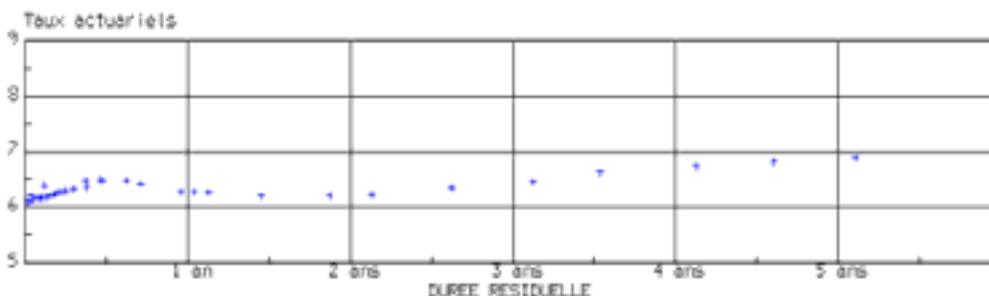
**Marché secondaire**

À l'image de l'évolution du marché interbancaire, le marché secondaire des bons du Trésor a connu, au mois de septembre, des tensions poussant à la hausse des taux de rendement sur l'ensemble des échéances des titres.

Cette évolution s'est toutefois faite en deux phases distinctes. Dans un premier temps, les taux de rendements des bons du Trésor ont évolué sans véritable tendance, mais dans un contexte de plus grande volatilité. La courbe du taux des BTF, de forme à peu près plate jusqu'aux échéances 4 mois-5mois, demeurait inversée entre 6 mois et 9 mois. À partir du 20 septembre, la montée des tensions sur les marchés de change et de taux s'est traduite par une restructuration de la courbe des rendements qui a pris un profil plus ascendant sur les échéances allant jusqu'à 9 mois.

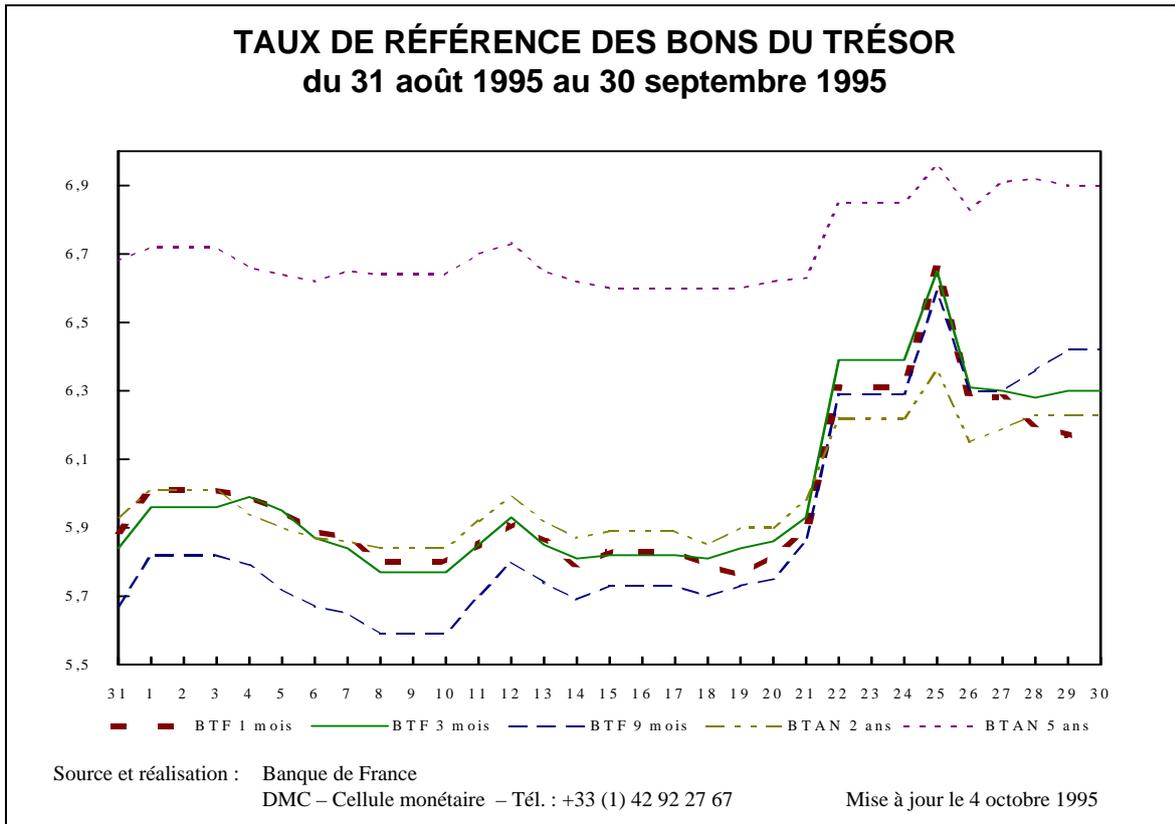
Actualité

**BONS DU TRÉSOR  
TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE  
au 29 septembre 1995**



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

Mise à jour le 12 octobre 1995

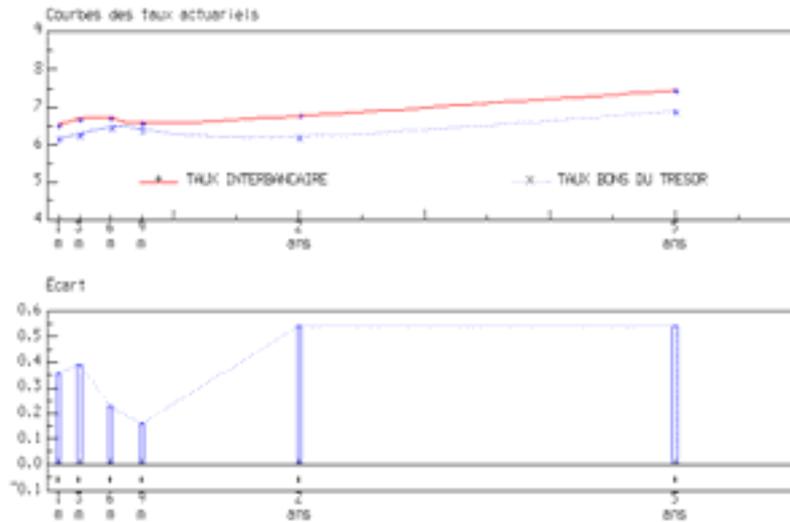


Actualité

Les tensions de 25 points de base pour l'échéance 1 mois, de 43 points de base sur le 3 mois et de 71 points de base sur le 9 mois, ont consacré le retour à une structure croissante de la courbe. En revanche, la dégradation des taux de rendements des BTAN a été d'ampleur moins accusée (28 points de base sur le 2 ans, 22 points de base sur le 5 ans), et l'écart de rendement entre les BTAN à 2 ans et à 5 ans n'a pas été significativement modifié sur la période, puisqu'il s'est élevé de 70 points de base à 75 points de base.

En terme d'écart avec le marché interbancaire, la période sous revue a été marquée par un accroissement des écarts pour les maturités inférieures à 3 mois, en raison notamment du phénomène traditionnel de renchérissement des papiers courts à l'approche des échéances de fin de trimestre. Une relative décote est par ailleurs apparue sur les échéances à 6 mois et 9 mois (15 points de base d'écart par rapport à l'interbancaire, contre 20 points de base pour le mois précédent).

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



Source et réalisation : Banque de France

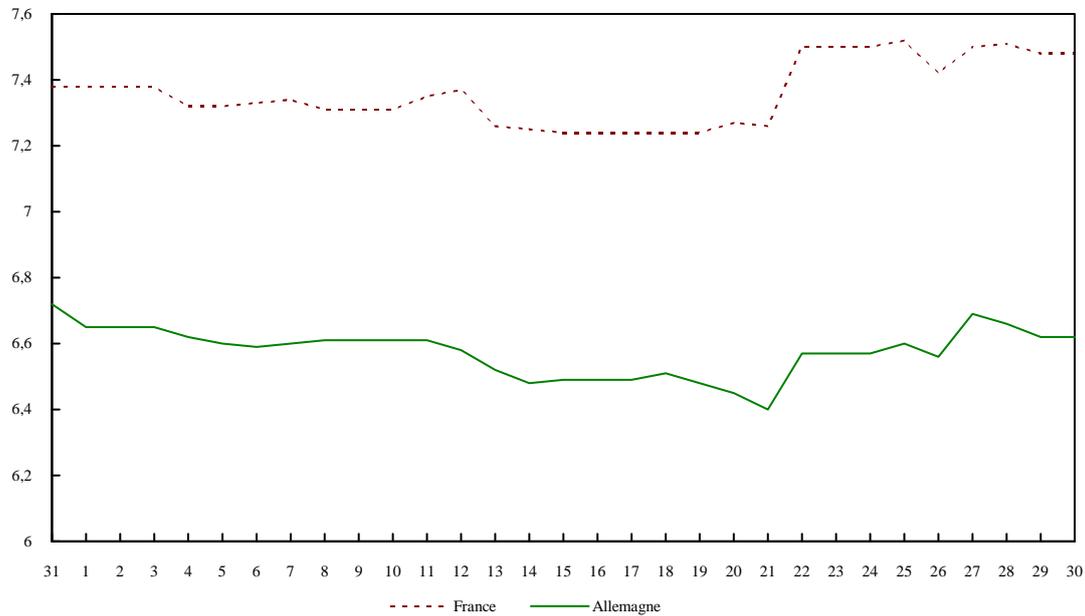
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 octobre 1995

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

Les marchés de taux longs français, après avoir bénéficié de l'appréciation du franc et de la détente des marchés de taux courts, se sont ensuite dégradés sous l'effet de la montée des tensions sur les marchés de change et les marchés de taux courts, alimentés par l'affaiblissement du dollar, les incertitudes des marchés sur l'évolution du contexte politique et budgétaire français, et le processus d'Union monétaire.

**ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS  
du 31 août 1995 au 30 septembre 1995**



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

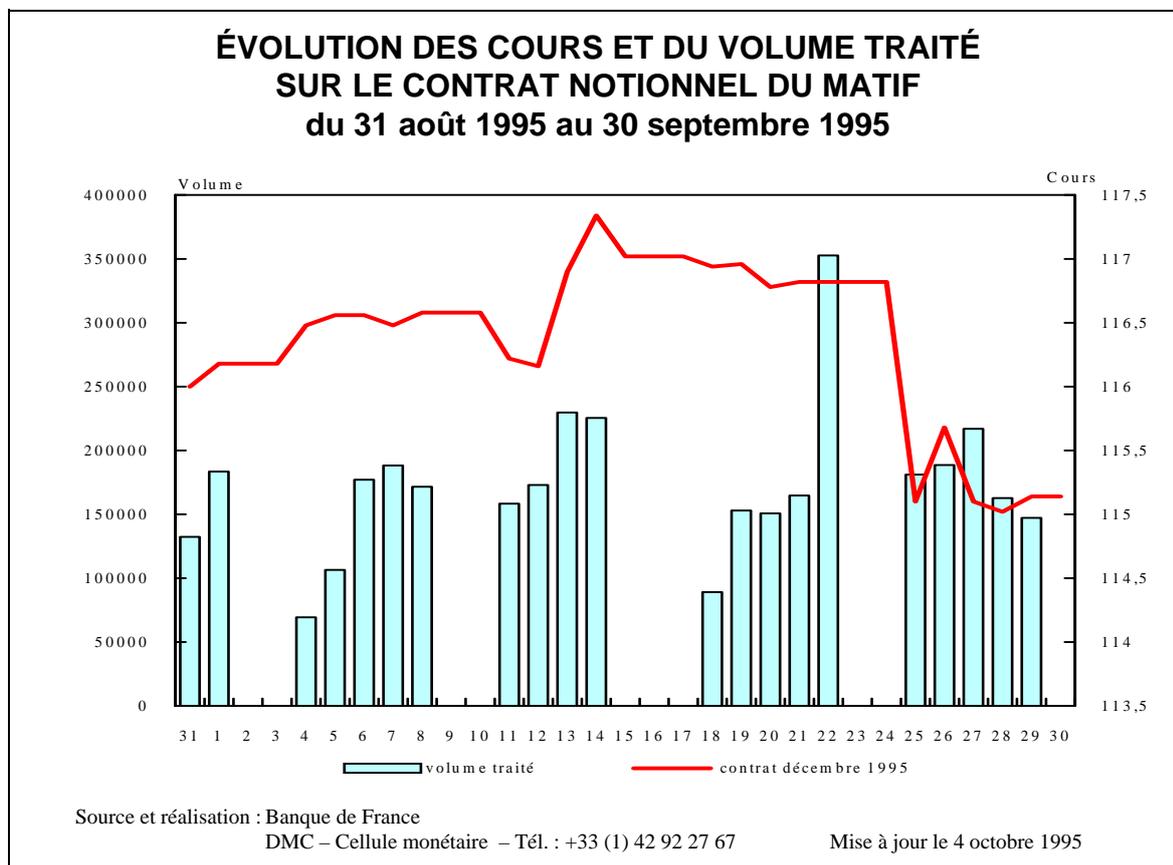
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 4 octobre 1995

Ainsi, sur l'ensemble de la période, le taux de rendement de l'emprunt phare à 10 ans s'est tendu de 16 points de base, alors que, parallèlement, le cours de l'échéance décembre du contrat notionnel perdait 88 centimes, après avoir atteint un sommet à 117,34 le 15 septembre.

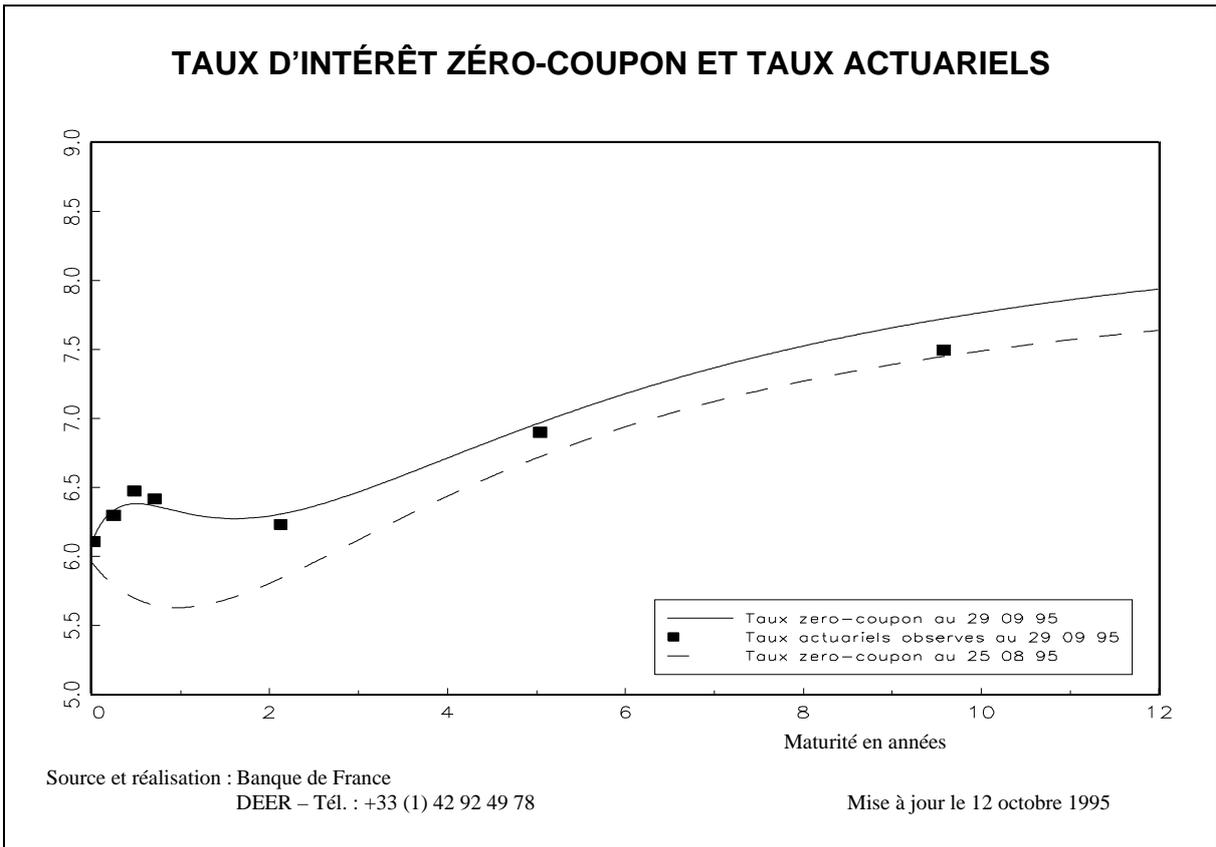
Ces évolutions contrastées ont été marquées par l'augmentation des volumes traités (150 000 contrats en moyenne échangés quotidiennement, avec un pic de 355 000 contrats le 22 septembre) mais aussi par une réduction de la position d'ouverture, qui est revenue de 153 500 à 107 024, témoignant de la prudence des opérateurs. Elles se sont accompagnées d'un élargissement de l'écart de rendement entre les emprunts phares français et allemands qui est passé de 66 points de base à 87 points de base.

Actualité



Sous l'effet des tensions intervenues sur le marché interbancaire, la courbe des rendements des titres d'État s'est de nouveau profondément modifiée sur la partie courte : au lieu d'être nettement décroissante, la pente est redevenue positive jusqu'à 6 mois. En revanche, elle a eu plutôt tendance à s'aplatir sur le moyen terme (maturités du 1 an au 5 ans) avec un point d'inflexion autour du 2 ans. L'écart entre le 2 ans et le 10 ans est passé de 143 points de base à 129 points de base.

Globalement, on observe un mouvement de translation de la courbe vers le haut, relativement parallèle sur la partie du 5 ans au 10 ans.



Actualité

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

(arrêtée au 9 octobre)

Les taux d'intérêt ont commencé à se tendre à partir du 4 octobre sous l'effet d'une baisse du franc sur les marchés de change. Ce mouvement a été d'autant plus sensible sur les rendements courts que la Banque de France a procédé au relèvement du taux des pensions à 24 heures — qui se sont substituées au guichet des pensions de 5 à 10 jours le 6 octobre — de 6,15 % à 7,25 % le 9 octobre.

La dégradation sur le marché obligataire s'est notamment reflétée par un élargissement de l'écart OAT-Bund jusqu'à 102 points de base le 9 octobre.

## 5.2. Les émissions

Au cours du mois de septembre, l'encours global des titres de créances négociables a diminué de près de 55 milliards de francs. Cette contraction, déjà remarquée les années précédentes au mois de septembre, est due essentiellement à la diminution des certificats de dépôt pour 43 milliards de francs, au reflux des billets de trésorerie pour 9 milliards de francs et enfin à la baisse des bons à moyen terme négociables pour un montant de 3 milliards de francs. L'encours des bons des institutions financières est resté stable. Le mois de septembre a été marqué par une augmentation très sensible du volume des émissions et par une croissance encore plus forte de celui des tombées. La répartition par durée des bons à moyen terme négociables a été modifiée au profit des échéances les plus longues. La tranche comprise entre un an un jour et trois ans est passée de 67 % à 52 %, tandis que les émissions à sept ans et plus passaient de 13 % à 27 %. Durant la dernière semaine, les taux des émissions des certificats de dépôt ont sensiblement augmenté pour dépasser la barre des 6 % dans le haut de la fourchette.

Sur le marché primaire obligataire, le retour des grands émetteurs amorcé fin août s'est poursuivi au cours de la première quinzaine de septembre et l'activité a enregistré une reprise significative. Par la suite, l'évolution du contexte national et international a plutôt suscité l'attente des émetteurs.

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

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 731,4 milliards de francs le 29 septembre, contre 774,8 milliards le 31 août et 768,3 milliards le 31 juillet.

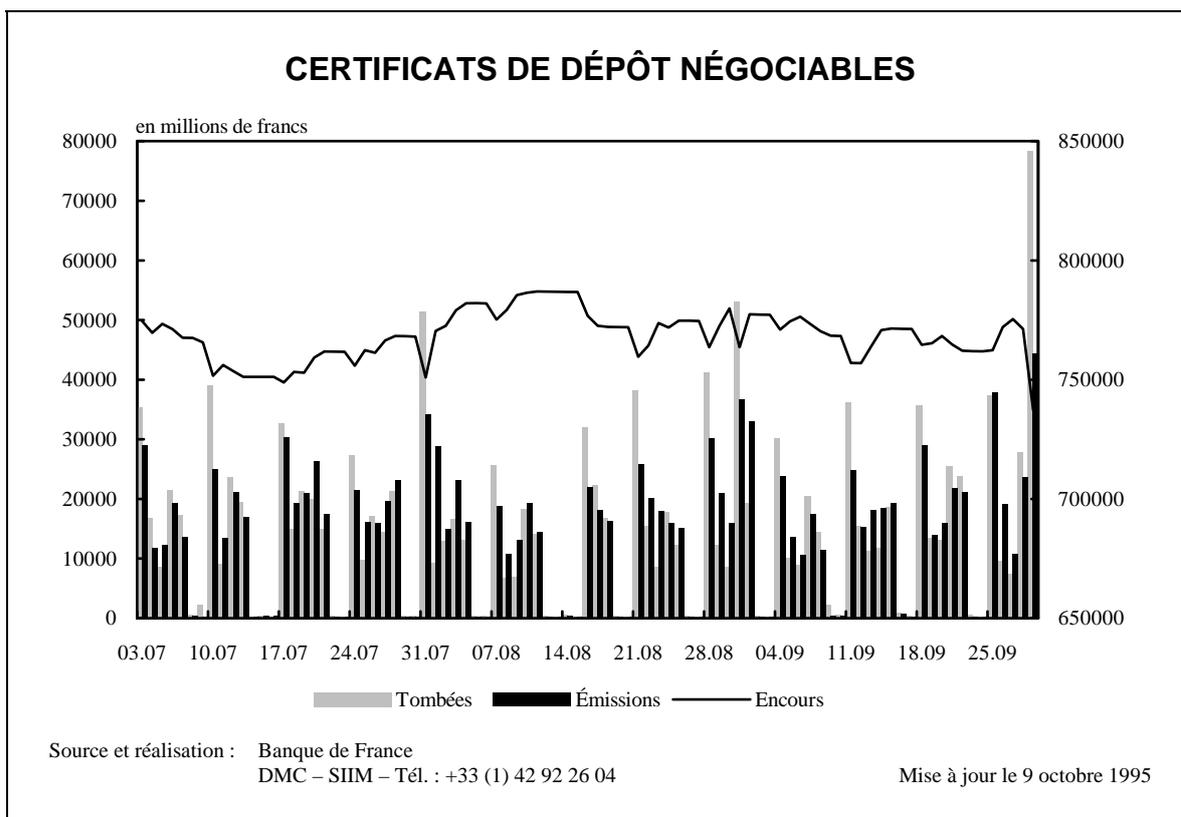
Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 29 septembre ont atteint 545,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 347,7 milliards en août et 379,7 milliards en juillet (588,6 milliards de francs, contre 341,2 milliards et 388,8 milliards pour les tombées).

Six émetteurs ont vu leurs encours progresser de plus de 3 milliards de francs entre le 31 août et le 29 septembre. Il s'agit de la Banque nationale de Paris (+ 7,5 milliards de francs), la Caisse nationale de crédit agricole (+ 7,1 milliards), la Deutsche Bank (+ 4,1 milliards), la Banque Indosuez (+ 3,6 milliards), J.-P. Morgan et Cie SA (+ 3,3 milliards) et l'Union de banque suisse (+ 3,2 milliards).

Pour la même période, six émetteurs ont enregistré une baisse de leurs encours supérieure à 4 milliards de francs : la Caisse des dépôts et consignations (- 7,4 milliards de francs), The Industrial Bank Ltd (- 6,3 milliards), The Sanwa Bank Ltd (- 5,2 milliards), The Mitsubishi Bank Ltd (- 5,1 milliards), la Société générale (- 4,9 milliards) et le Crédit lyonnais (- 4,4 milliards).

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

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
10 jours à moins d'1 mois .....	121,1	22,2
De 1 mois à moins de 3 mois .....	241,0	44,2
De 3 mois à moins de 6 mois .....	168,5	30,9
De 6 mois à 1 an .....	14,7	2,7
Total .....	545,3	100,0



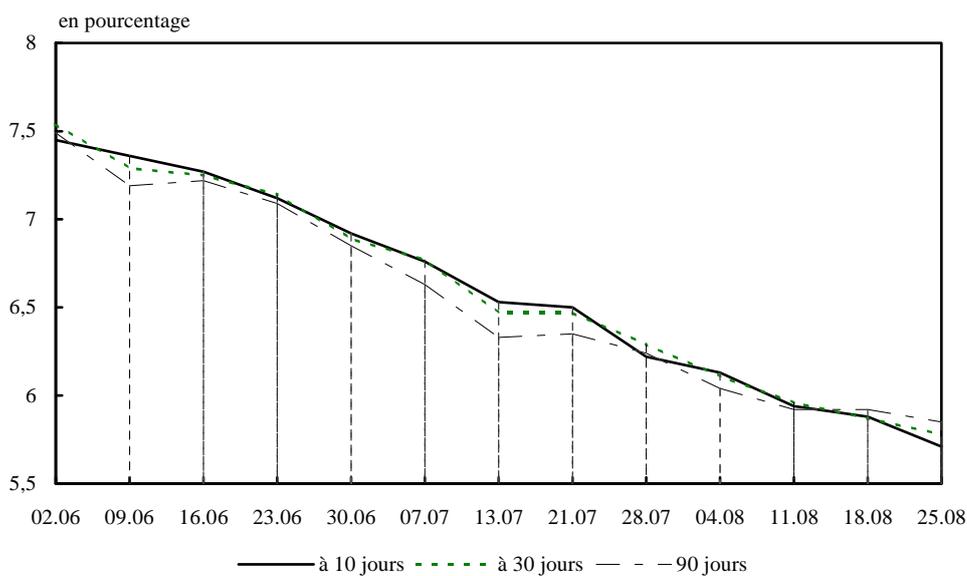
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 379 le 29 septembre.

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

(en pourcentage)

	28 août au 1 <sup>er</sup> septembre	4 au 8 septembre	11 au 15 septembre	18 au 22 septembre	25 au 29 septembre
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	5,62	5,63	5,53	5,51	5,71
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	5,68	5,63	5,60	5,62	6,09
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	5,77	5,72	5,73	5,76	6,27
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	5,02	5,05	5,00	5,00	5,20
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut) .....	5,86	5,83	5,79	6,20	6,50

**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 octobre 1995

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

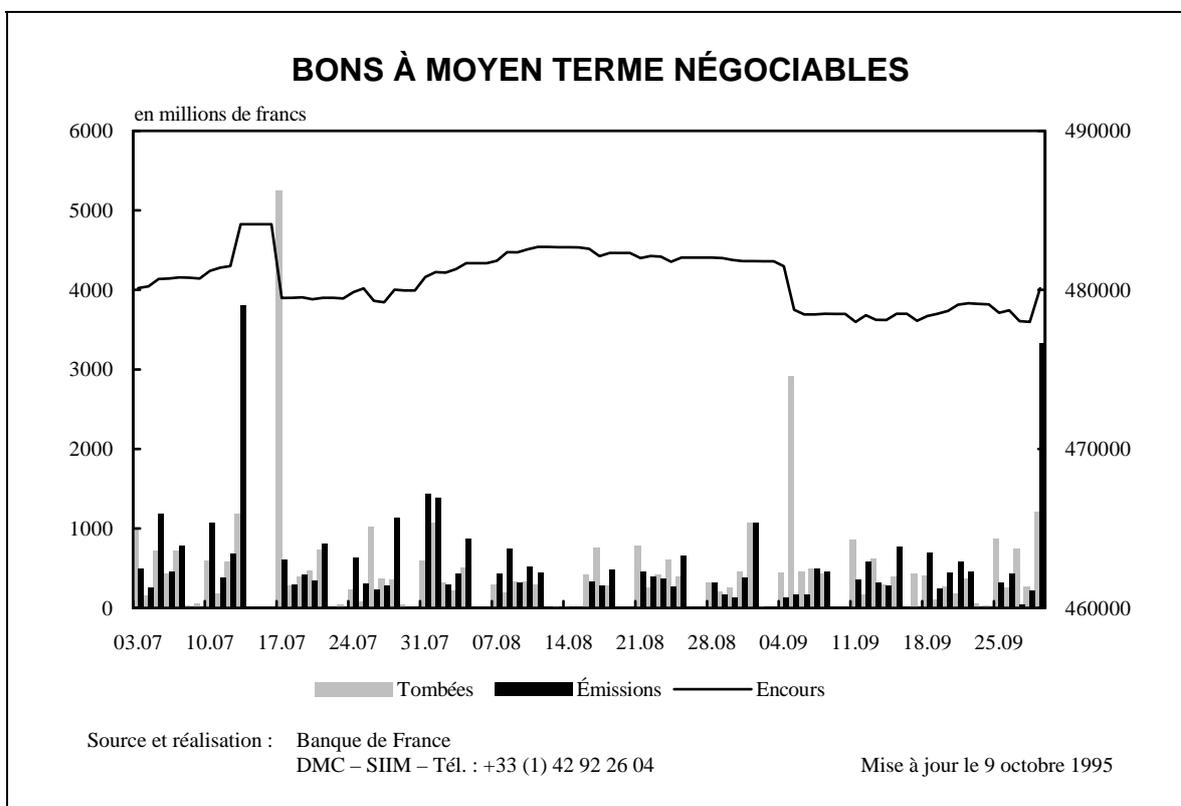
Les BMTN ont atteint un encours de 479,4 milliards de francs le 29 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 482 milliards au 31 août et 480 milliards au 31 juillet.

Les émissions se sont élevées à 11,8 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 29 septembre, contre 10,1 milliards en août et 14,9 milliards en juillet.

Enfin, 234 émetteurs avaient un encours en gestion au 29 septembre, contre 232 à fin août et 230 à fin juillet.

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

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	3,4	29,1
De 2 ans à moins de 3 ans .....	2,7	23,2
De 3 ans à moins de 5 ans .....	1,5	12,5
De 5 ans à moins de 7 ans .....	1,0	8,0
De 7 ans et plus .....	3,2	27,2
Total .....	11,8	100,0



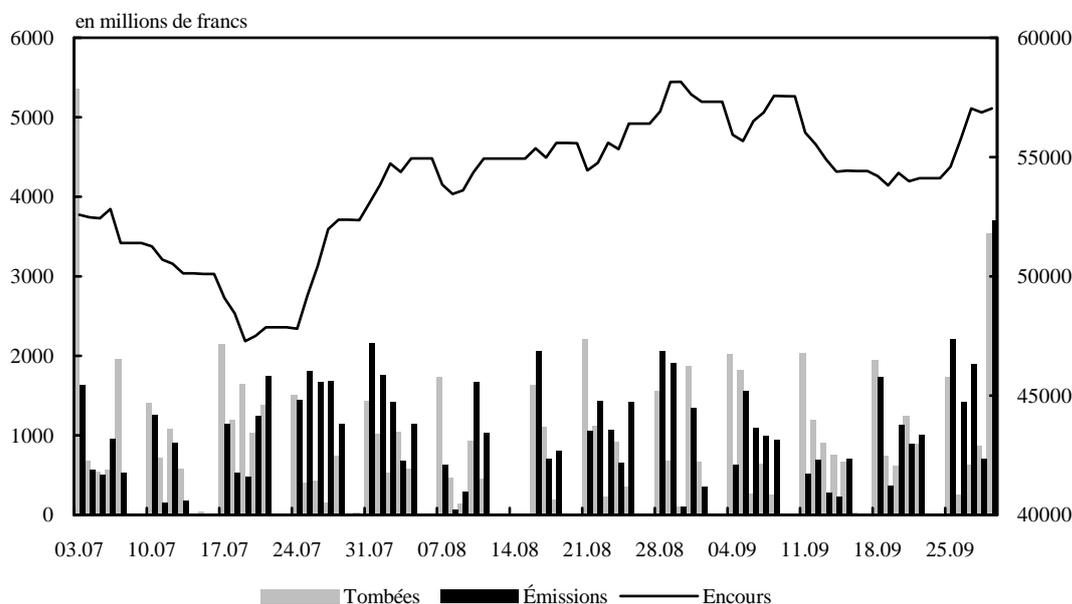
**Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)**

L'encours de ces bons se montait à 56,9 milliards de francs le 29 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 56,4 milliards le 31 août et 52,4 milliards le 31 juillet. Le montant des émissions s'est établi à 28,4 milliards de francs pour le mois de septembre, contre 20,1 milliards en août et 19,6 milliards en juillet.

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

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
10 jours à moins d'1 mois .....	1,6	5,7
De 1 mois à moins de 3 mois .....	12,9	45,5
De 3 mois à moins de 6 mois .....	12,7	44,8
De 6 mois à 1 an.....	1,2	4,0
Total .....	28,4	100,0

**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 octobre 1995

**Billets de trésorerie (BT)**

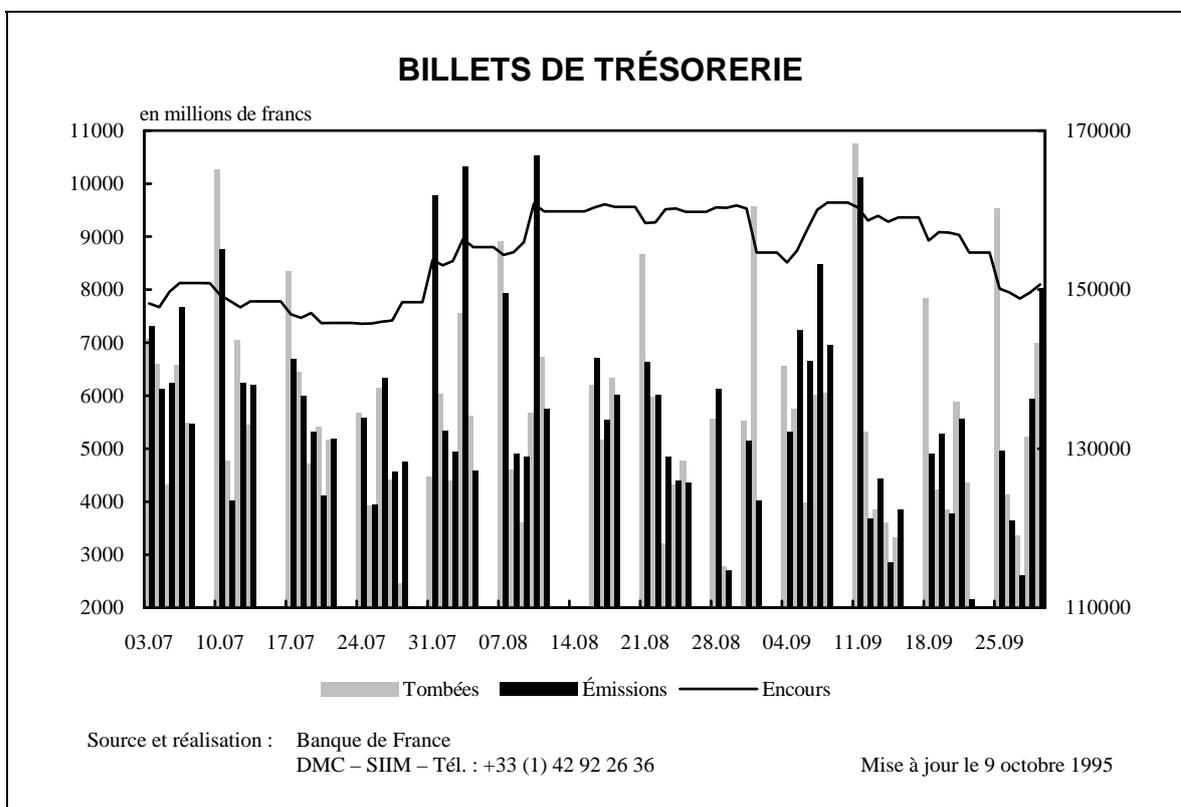
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 150,7 milliards de francs le 29 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 159,8 milliards le 31 août et 148,4 milliards le 31 juillet.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 29 septembre a atteint 126,2 milliards de francs, contre 113,5 milliards en août et 110,6 milliards en juillet (respectivement 135,3 milliards de francs, contre 102,2 milliards et 110,2 milliards pour les tombées).

Quatre émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs entre le 31 août et le 29 septembre : PSA Trésorerie Gie (+ 1,6 milliard de francs), Sofira (+ 1,2 milliard), Total CFP (+ 1,1 milliard) et l'Oréal (+ 1 milliard) ; dans le même temps, seuls cinq émetteurs ont réduit leur encours dans des proportions identiques : Rhône-Poulenc (- 2,8 milliards de francs), Nestlé finance France (- 2 milliards), Pinault Printemps (- 1,5 milliard), Bouygues (- 1,3 milliard) et Morgan Stanley Group (- 1,2 milliard).

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

Durée	Montant (en milliards de francs)	Répartition (en pourcentage)
10 jours à moins d'1 mois .....	19,9	15,8
De 1 mois à moins de 3 mois .....	96,9	76,8
De 3 mois à moins de 6 mois .....	8,6	6,8
De 6 mois à un an .....	0,8	0,6
Total.....	126,2	100,0



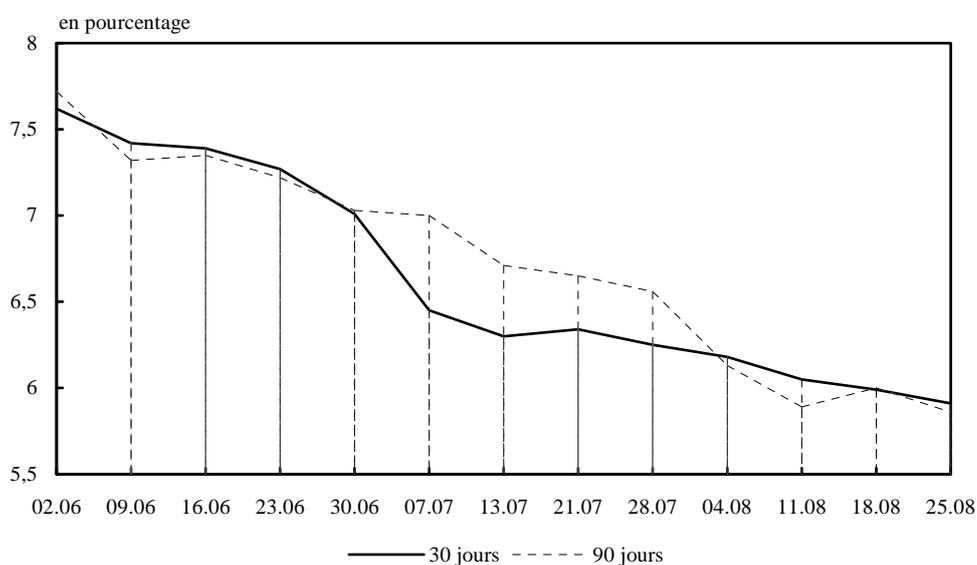
Le 29 septembre, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 99.

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

(en pourcentage)

		28 août au 1 <sup>er</sup> septembre	4 au 8 septembre	11 au 15 septembre	18 au 22 septembre	25 au 29 septembre
		Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,57	5,52	5,55
	Plus haut	5,97	5,93	5,85	6,03	6,55
TIOP à 1 mois	Plus bas	5,78	5,71	5,72	5,73	6,14
	Plus haut	5,94	5,94	5,87	6,03	6,64

**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 octobre 1995

**Répartition par catégorie de détenteurs**

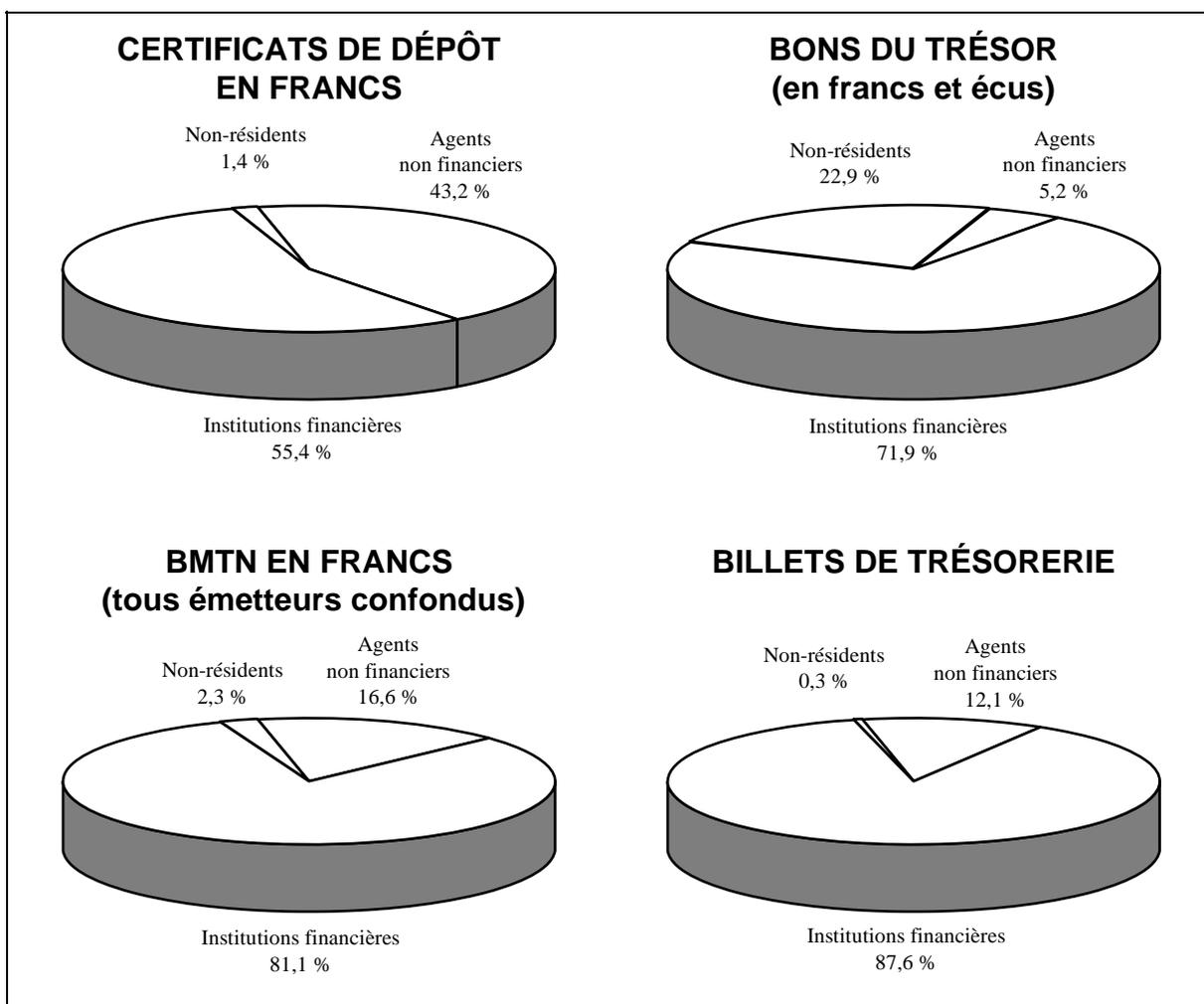
(statistiques à fin août 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables a nettement progressé en août, passant de 2 580,6 milliards de francs à 2 658,2 milliards (+ 77,7 milliards de francs). Cette progression est essentiellement imputable aux bons du Trésor en francs (+ 55,5 milliards de francs), tandis que les autres catégories de TCN se sont faiblement développées (+ 11,1 milliards pour les certificats de dépôt, + 1 milliard pour les BMTN).

La part de détention des agents non financiers est restée stable pour les certificats de dépôt en francs, mais s'est réduite pour les billets de trésorerie (- 0,9 point), les bons du Trésor (- 0,8 point), ainsi que pour les BMTN (- 0,2 point).

La détention de bons du Trésor par les non-résidents s'est légèrement accrue (+ 0,2 point).

Les institutions financières ont renforcé leur position sur l'ensemble des TCN et, notamment, sur les bons du Trésor (+ 0,6 point) ainsi que sur les billets de trésorerie (+ 1,2 point).



### 5.2.2. Les Sicav

En août 1995, l'actif net global des Sicav a progressé de 33,6 milliards de francs pour atteindre 1 732,4 milliards. Cette reprise est essentiellement due aux Sicav monétaires (+ 31,2 milliards de francs).

L'encours net des Sicav monétaires est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 931,5 milliards de francs à 962,7 milliards. Il s'agit de la seule catégorie à avoir enregistré des souscriptions nettes positives en août (+ 25,6 milliards de francs).

L'actif net des Sicav « obligations et autres titres de créances » a légèrement progressé (1,2 milliard de francs) et atteint 474,1 milliards de francs. Les rachats nets concernant ces organismes sont évalués à 2 milliards de francs.

Les encours des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » ont peu varié, atteignant respectivement 179,7 milliards de francs (+ 1,8 milliard de francs) et 114,5 milliards (- 0,6 milliard). Les rachats nets se sont établis pour chacune de ces deux catégories à 0,5 milliard de francs.

#### SICAV : ACTIF NET ET SOUSCRIPTIONS (a)

(en milliards de francs)

		1994	1995		
		Décembre	Juin	Juillet	Août
Sicav monétaires	Actif net	965,3	909,0	931,5	962,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	-15,2	8,2	25,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-153,7	-85,5	-77,4	-51,8
Sicav obligations	Actif net	500,7	472,4	472,9	474,1
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-5,3	-5,2	-2,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-107,4	-39,5	-44,7	-46,7
Sicav actions	Actif net	180,5	172,8	177,9	179,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-0,6	-0,3	-0,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	10,5	-4,0	-4,4	-4,9
Sicav diversifiées	Actif net	119,4	114,7	115,1	114,5
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-1,4	-1,1	-0,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-5,4	-7,1	-8,1	-8,6
Sicav garanties	Actif net	1,3	1,3	1,4	1,4
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	0,1	0,0	0,0	0,0
Total Sicav	Actif net	1 767,2	1 670,2	1 698,8	1 732,4
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	-22,6	1,5	22,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-255,9	-136,1	-134,5	-111,9

(a) Données brutes

Sources : Commission des opérations de bourse – Fininfo

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 11 septembre 1995

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en septembre

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

(cotées à la Bourse de Paris)

Sur le marché primaire obligataire, le retour des grands émetteurs amorcé fin août s'est poursuivi au cours de la première quinzaine de septembre et l'activité a enregistré une reprise significative. Par la suite, l'évolution du contexte national et international a plutôt suscité l'attentisme des émetteurs.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 41 milliards de francs, contre 28 milliards en août. Plus de 91 % des titres réglés en septembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 8 % l'ont été en écus. Le solde a été constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par marché								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Septembre 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994		Septembre 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
25,2	207,2	188,5	261,5	État	20,6	158,5	124,2	195,1
10,4	48,4	44,9	67,9	Établissements de crédit et assimilés	6,4	6,7	-23,5	- 16,0
5,1	29,0	39,5	44,4	Sociétés non financières	5,0	11,6	8,7	6,1
-	-	23,8	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,5	- 3,2	21,0	19,0
<b>40,7</b>	<b>284,6</b>	<b>296,7</b>	<b>398,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>31,5</b>	<b>173,6</b>	<b>130,3</b>	<b>204,2</b>
-	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>Non-résidents</b>		<b>4,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>
<b>40,7</b>	<b>290,7</b>	<b>301,7</b>	<b>403,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>31,5</b>	<b>178,4</b>	<b>134,0</b>	<b>207,9</b>
3,3	12,2	6,9	8,7	dont émissions en écus (b)	<b>3,3</b>	<b>12,2</b>	<b>4,8</b>	<b>6,5</b>
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
0,3	2,4	42,3	46,3	Établissements de crédit et assimilés	0,3	- 18,0	29,4	32,1
-	4,3	13,0	14,4	Sociétés non financières	-	3,8	10,5	11,9
-	-	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,5	0,5
<b>0,3</b>	<b>6,7</b>	<b>56,1</b>	<b>61,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>0,3</b>	<b>- 14,1</b>	<b>40,4</b>	<b>44,5</b>
-	<b>30,0</b>	<b>55,8</b>	<b>78,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>- 0,4</b>	<b>12,7</b>	<b>46,4</b>	<b>67,9</b>
<b>0,3</b>	<b>36,7</b>	<b>112,0</b>	<b>140,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>-</b>	<b>- 1,4</b>	<b>86,8</b>	<b>112,4</b>
-	-	5,0	5,0	dont émissions en écus	-	- 9,3	- 2,5	- 4,3
-	-	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	-	- 5,2	1,4	-

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB).  
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

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

Mise à jour le 3 octobre 1995

La **collecte des résidents** est ressortie à 41 milliards de francs (26 milliards en août), soit la totalité des émissions réglées en septembre.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Septembre 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994		Septembre 1995	9 mois 1995	9 mois 1994	Année 1994
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
21,9	195,1	181,6	252,8	État	17,3	146,4	119,4	188,6
10,7	50,8	82,8	109,9	Établissements de crédit et assimilés	6,7	- 6,1	4,2	15,7
5,1	33,3	52,5	58,9	Sociétés non financières	5,0	15,4	19,2	18,0
-	-	24,6	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,5	- 3,2	21,8	19,9
<b>37,7</b>	<b>279,2</b>	<b>341,6</b>	<b>447,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>28,5</b>	<b>152,5</b>	<b>164,6</b>	<b>242,2</b>
	<b>36,0</b>	<b>60,2</b>	<b>83,1</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>- 0,4</b>	<b>21,6</b>	<b>53,9</b>	<b>75,9</b>
<b>37,7</b>	<b>315,2</b>	<b>401,7</b>	<b>530,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>28,2</b>	<b>174,1</b>	<b>218,5</b>	<b>318,1</b>
37,4	278,5	294,8	394,8	dont émissions intérieures	28,2	166,3	129,2	201,3
37,4	272,5	289,8	389,8	dont émissions intérieures des résidents	28,2	161,5	125,5	197,7
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
3,3	12,2	6,9	8,7	État	3,3	12,2	4,8	6,5
-	-	4,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	-	- 5,2	1,7	0,4
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	- 0,3	- 0,3
<b>3,3</b>	<b>12,2</b>	<b>11,3</b>	<b>13,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>3,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>
-	-	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 4,2</b>	<b>- 3,8</b>	<b>- 4,3</b>
<b>3,3</b>	<b>12,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>	<b>TOTAL</b>	<b>3,3</b>	<b>- 2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>
3,3	12,2	6,9	8,7	dont émissions intérieures	3,3	12,2	4,8	6,5
3,3	12,2	6,9	8,7	dont émissions intérieures des résidents	3,3	12,2	4,8	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 octobre 1995								

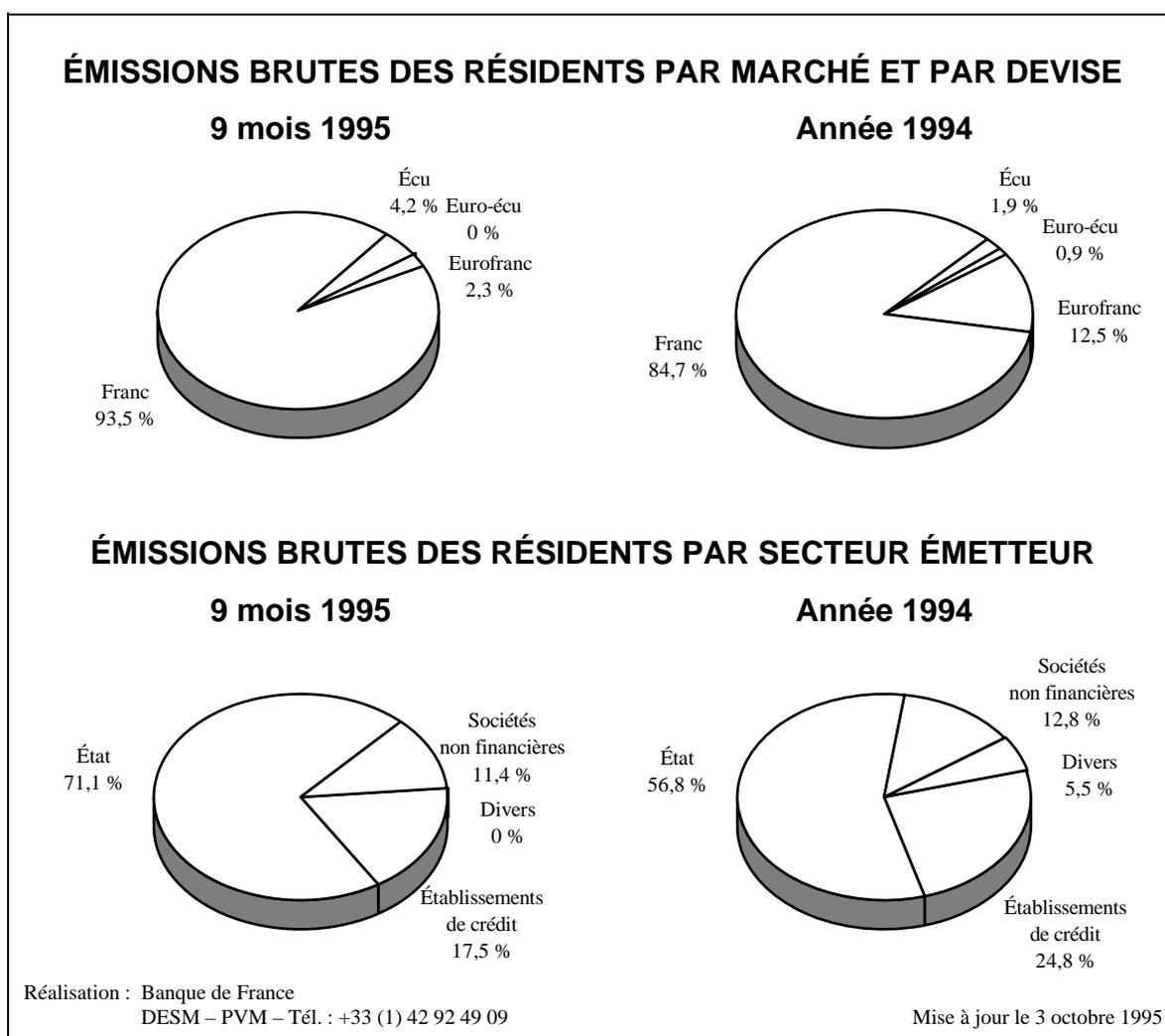
Les émissions de l'**État** se sont élevées à 25,2 milliards de francs (22,4 milliards en août). L'essentiel des fonds a été levé en francs sur deux lignes, l' OAT 7,75 % octobre 2005 créée en avril dernier <sup>1</sup>, et l'OAT 6 % octobre 2005. Lors de l'adjudication du 7 septembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 18,5 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,7 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 7,35 %, quasiment stable par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 13 septembre et qui portait sur la ligne 7,50 % avril 2005 créée en juillet dernier. Le montant nominal émis s'est élevé à 519 millions d'écus, soit 3,3 milliards de francs. Le taux de rendement est ressorti à 7,85 %, en baisse de 25 points de base par rapport à l'adjudication de juillet dernier.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 7 au 24 septembre) ont atteint 1,1 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,07 %.

**Hors État**, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur<sup>1</sup>, a atteint 16 milliards de francs (3 milliards en août et 12 milliards en juillet). Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont réalisé respectivement 11 milliards de francs et 5 milliards.

Les **émetteurs non résidents** n'ont enregistré aucun règlement de fonds sur le marché du franc au cours du mois de septembre.



Au terme des neuf premiers mois de 1995, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 291 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (353 milliards de francs) qui recensait l'emprunt de 22 milliards de francs émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) et davantage d'émissions des établissements de crédit.

<sup>1</sup> En raison de l'interdiction — renouvelée en fin d'année par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur en 1995.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (un peu plus de 2 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). La proportion des émissions libellées en écus a légèrement progressé d'une période sur l'autre. La part de l'État a représenté plus de 70 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 98 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

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

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Juillet 1995	Août 1995	8 mois 1995	8 mois 1994	Année 1994
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>27,1</b>	<b>27,1</b>	<b>161,2</b>	<b>191,4</b>	<b>267,6</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	11,4	8,3	29,1	60,1	74,6
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	11,9	8,0	33,1	63,3	77,2
(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale (b) Cote officielle et second marché (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB  Source : Crédit lyonnais (jusqu'en mars 1995) Source : Société des bourses françaises et Banque de France (depuis avril 1995) Réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09 <span style="float: right;">Mise à jour le 3 octobre 1995</span>					

Les émissions d'actions réglées en numéraire sont restées stables d'un mois sur l'autre, à hauteur de 27 milliards de francs. Au terme des huit premiers mois, leur montant (161 milliards de francs) a toutefois fléchi de 30 milliards d'une année sur l'autre.

Les émissions de titres cotés ont légèrement diminué en août pour s'établir à 8 milliards de francs, contre 11 milliards en juillet. À fin août, elles n'atteignaient que 29 milliards de francs, soit 18 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

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

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Au cours du mois de septembre, l'indice CAC 40 a enregistré un recul de 5 % qui l'a fait revenir nettement en dessous de son niveau de début d'année.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

À la Bourse de Paris, le mouvement de baisse des cours amorcé à la fin du mois d'août s'est poursuivi tout au long du mois de septembre dans des volumes d'échanges relativement importants.

La tendance a été affectée par l'accueil mitigé réservé par les investisseurs au projet de loi de finances pour 1996, ainsi qu'au mouvement de repli du dollar intervenu au cours de la seconde quinzaine du mois. D'autres facteurs d'ordre interne ont également contribué à cette dégradation :

- les craintes d'un ralentissement de la croissance après les chiffres publiés pour le deuxième trimestre de 1995 (hausse du PIB limitée à + 0,4 %) ;
- l'annonce d'un alourdissement de la taxation sur l'épargne ;
- les difficultés rencontrées par plusieurs grandes sociétés de la cote (Crédit foncier de France, Alcatel-Alsthom, Eurotunnel).

La liquidation mensuelle de septembre intervenue le 22 s'est finalement soldée par un repli de 7,7 % de l'indice CAC 40. À la fin du mois de septembre, l'indice affichait une baisse d'environ 5 % par rapport à son niveau du début de l'année.

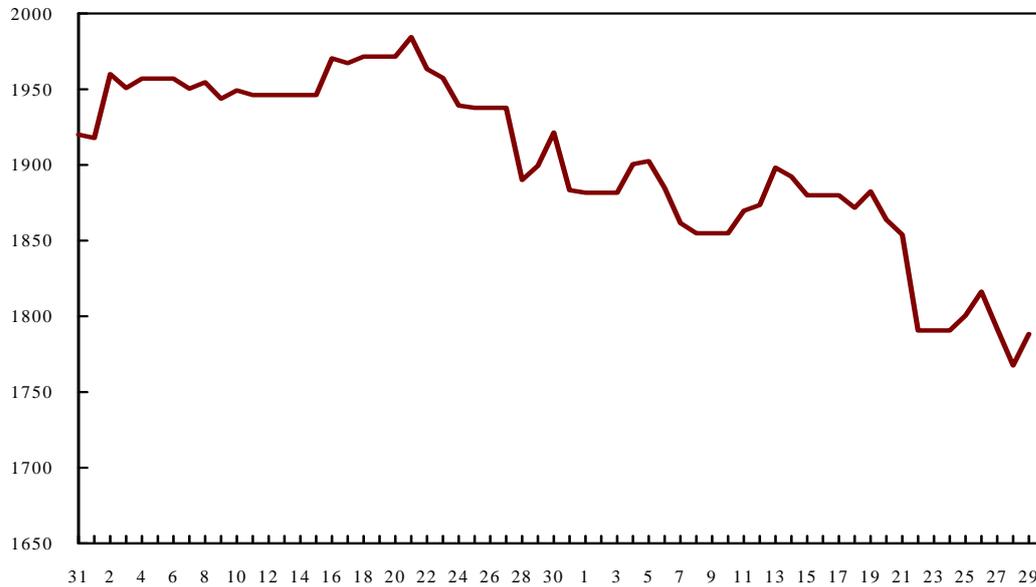
La Bourse de Paris a continué de se comporter nettement moins bien que les principaux autres marchés. En septembre, Francfort et Tokyo ont enregistré un léger mouvement de repli alors que les cours ont faiblement progressé à Londres. À New York, la cote a bénéficié d'une nette reprise qui a porté l'indice Dow Jones tout près de ses records historiques.

INDICES BOURSIERS				
	31 août 1995	30 septembre 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones) .....	4 610,56	4 789,08	3,80	24,90
Londres (FT 100) .....	3 477,80	3 508,20	0,80	14,44
Tokyo (Nikkei) .....	18 117,22	17 913,06	-1,10	-9,18
Paris (CAC 40) .....	1 883,39	1 788,35	-5,00	-4,93
Francfort (Dax) .....	2 238,31	2 187,04	-2,20	3,82

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

Mise à jour le 4 octobre 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 4 octobre 1995

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

(arrêtée au 10)

La Bourse de Paris a fait preuve d'une grande volatilité, alternant les séances de baisse et de reprise. À 1 785,71 en clôture de la séance du 9 octobre, l'indice CAC 40 termine à un niveau tout proche de celui enregistré fin septembre.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

En août, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,9 %. Les moyens de paiement (M1) ont diminué de 0,6 %, après s'être accrus de 0,8 % le mois précédent. Les placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) ont, pour leur part, légèrement progressé (+ 0,3 %), comme en juillet. Les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) ont de nouveau constitué la composante la plus dynamique, en croissance de 2,2 %, sous l'effet du développement conjugué des dépôts à terme et des titres d'OPCVM monétaires.

Apprécié sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, l'accroissement de M1 s'établit à 1,0 %, celui de M2 à 4,1 % et celui de M3 à 4,6 %.

La progression de l'épargne contractuelle (P1) demeure élevée (+ 1,3 % en un mois et + 11,4 % sur un an). Ses principales composantes, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, s'accroissent, en rythme annuel, respectivement de 12,9 % et de 15,1 %.

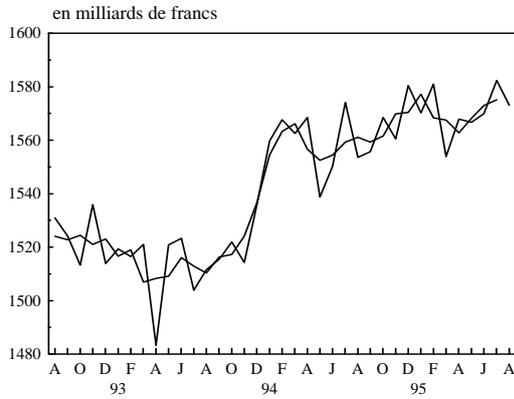
À fin juillet, la croissance annuelle de l'endettement intérieur total reste soutenue (+ 4,9 %, après + 5,2 % à fin juin). Les crédits à l'économie ont enregistré une progression de 0,6 % sur les douze derniers mois et le développement des financements de marché demeure important (+ 13,3 % sur un an).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

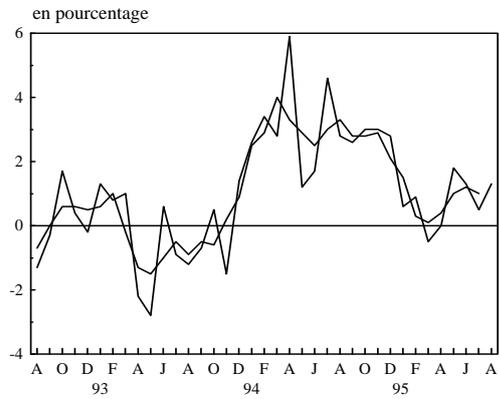
Actualité

<b>LES AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin août 1995	Encours  données brutes en milliards de francs	Variations du mois  en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Juin 1995 (a) en pourcentage	Juillet 1995 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
– M1 .....	1 554,8	-0,6	1,2	1,0
– M2 .....	2 903,7	-0,2	4,4	4,1
– M3 .....	5 324,7	0,9	4,2	4,6
– M4 .....	5 406,2	0,7	4,7	5,0
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
– P1 .....	1 531,6	1,3	11,3	11,4
Statistiques à fin juillet 1995		Variations sur 12 mois en glissement		
		Mai 1995 en pourcentage	Juin 1995 en pourcentage	Juillet 1995 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>				
– Endettement intérieur total .....	10 457,3	4,8	5,2	4,9
– Ensemble des crédits à l'économie....	6 382,1	0,8	1,0	0,6
– Crédits des banques à l'économie .....	3 589,1	-0,2	0,5	-0,1
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 1,5 % ; M2 : 4,6 % ; M3 : 4,3 % ; M4 : 4,8 % ; P1 : 11,2 %				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29				
			Mise à jour le 3 octobre 1995	

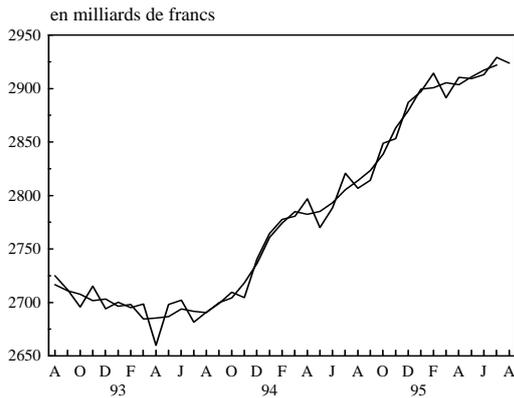
**M1**  
**Encours cvs**



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



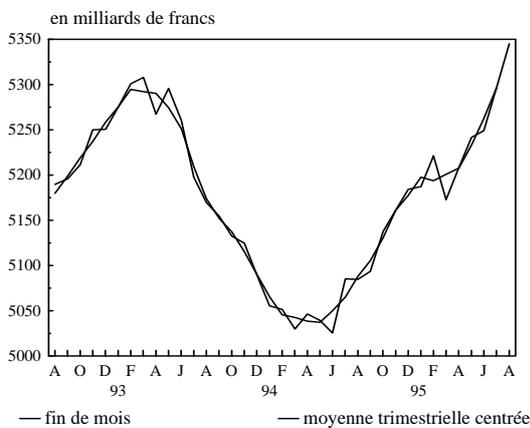
**M2**  
**Encours cvs**



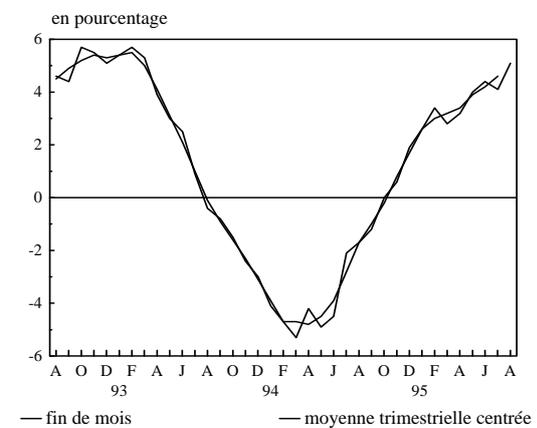
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



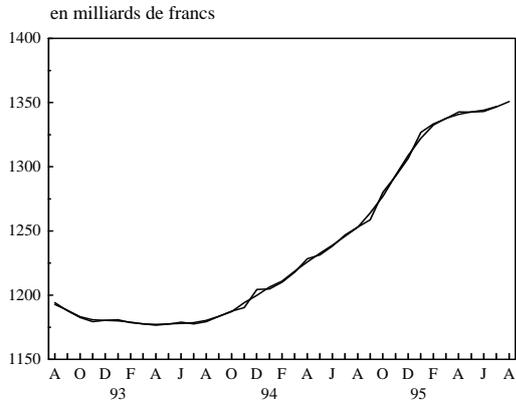
**M3**  
**Encours cvs**



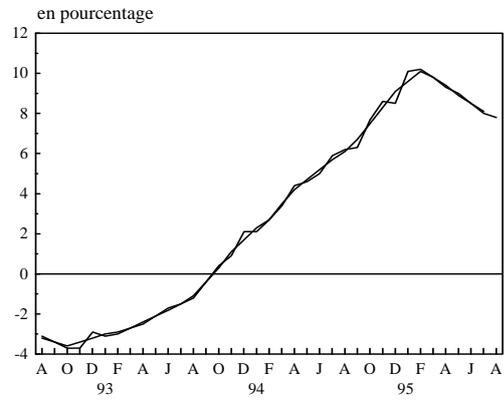
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



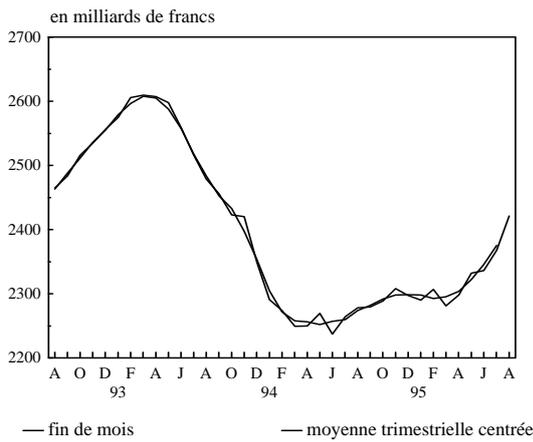
**M2 – M1  
Encours cvs**



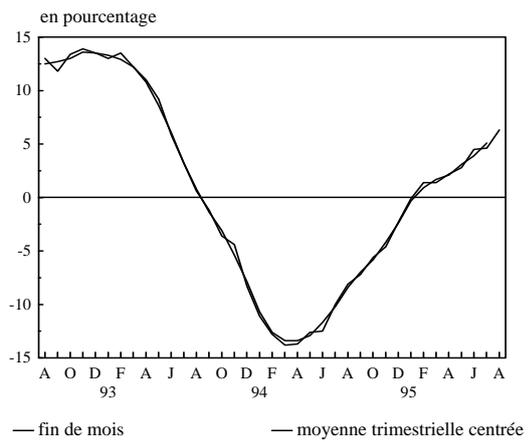
**M2 – M1  
Glissements sur 12 mois**



**M3 – M2  
Encours cvs**



**M3 – M2  
Glissements sur 12 mois**



**LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1**

Tableau non disponible

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

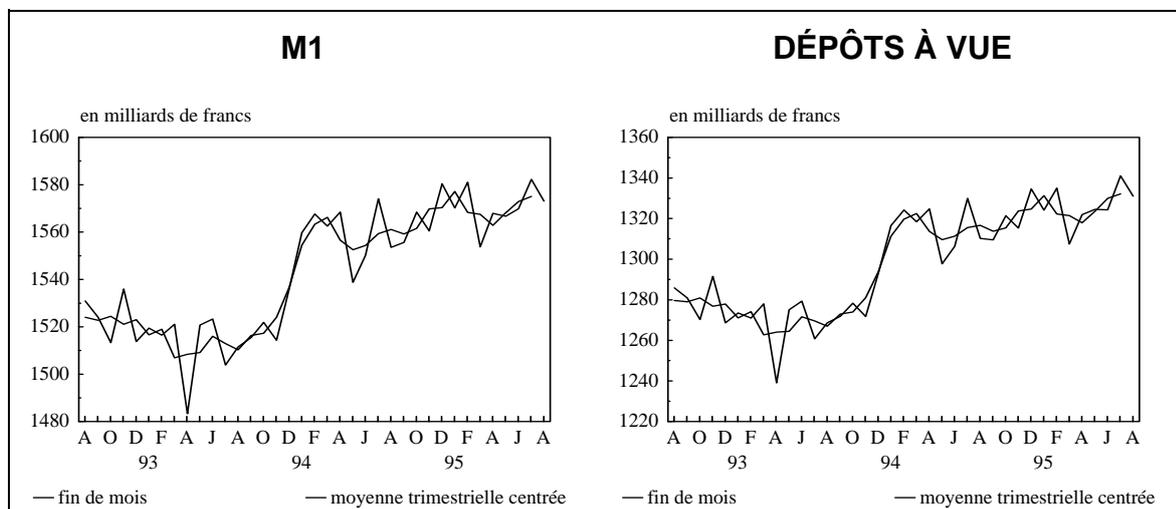
### Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle <sup>1</sup>

(statistiques à fin août 1995)

#### M1

En août, l'agrégat M1, qui regroupe l'ensemble des moyens de paiement, s'est contracté de 0,6 %, après avoir progressé de 0,8 % en juillet. Sa croissance sur un an a peu varié, s'établissant à + 1,0 % à fin août, après + 1,2 % à fin juillet et + 1,0 % à fin juin.

L'encours des dépôts à vue a légèrement diminué en août (- 0,7 %), après avoir augmenté de 1,3 % le mois précédent. Sur les douze derniers mois, il s'est accru de 1,3 % (après + 1,4 % à fin juillet).



Le volume des billets et des monnaies en circulation s'est légèrement accru en août (+ 0,3 %), après avoir diminué de 1,8 % en juillet. Sur douze mois, son évolution, en hausse depuis près d'un an, est redevenue négative à fin août (- 0,4 %).

#### M2 - M1

L'encours des placements à vue rémunérés à des taux réglementés s'est accru de 0,3 % en août, comme en juillet. Sur douze mois, sa croissance reste soutenue, bien qu'en légère décélération (+ 8,1 %, après + 8,5 % à fin juillet).

Les livrets A et bleus ont progressé dans les mêmes proportions en août qu'en juillet (+ 0,2 %) mais, sur douze mois, leur développement tend à s'atténuer : + 5,3 % à fin août, après + 5,6 % à fin juillet.

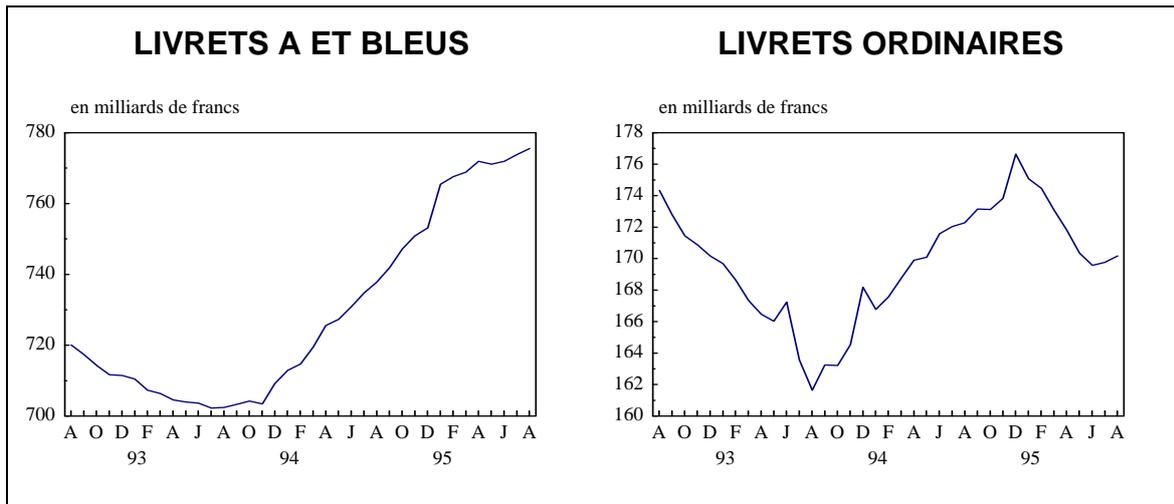
Les comptes d'épargne-logement ont augmenté de 0,2 % en août, alors qu'ils s'inscrivaient en baisse depuis plusieurs mois. Toutefois, leur croissance annuelle continue de s'affaiblir (+ 0,5 % à fin août, après + 0,8 % à fin juillet).

<sup>1</sup> Tous les graphiques sont en encours corrigés des variations saisonnières (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables inclus dans M4 - M3. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.

La progression des comptes pour le développement industriel (Codevi) a nettement ralenti depuis le début de l'année et s'établit à 0,6 % en août, après + 0,5 % en juillet et + 0,6 % en juin. Sur douze mois, la progression des Codevi reste cependant forte et atteint 43,9 % (après 45,5 % à fin juillet).

Les livrets d'épargne populaire ont progressé de 0,6 % en un mois et de 11,7 % sur un an.

Pour le deuxième mois consécutif, les livrets soumis à l'impôt se sont légèrement accrus (+ 0,2 % en août, après + 0,1 % en juillet). En glissement sur douze mois, leur recul s'élève à 1,2 % (après - 0,8 % à fin juillet).

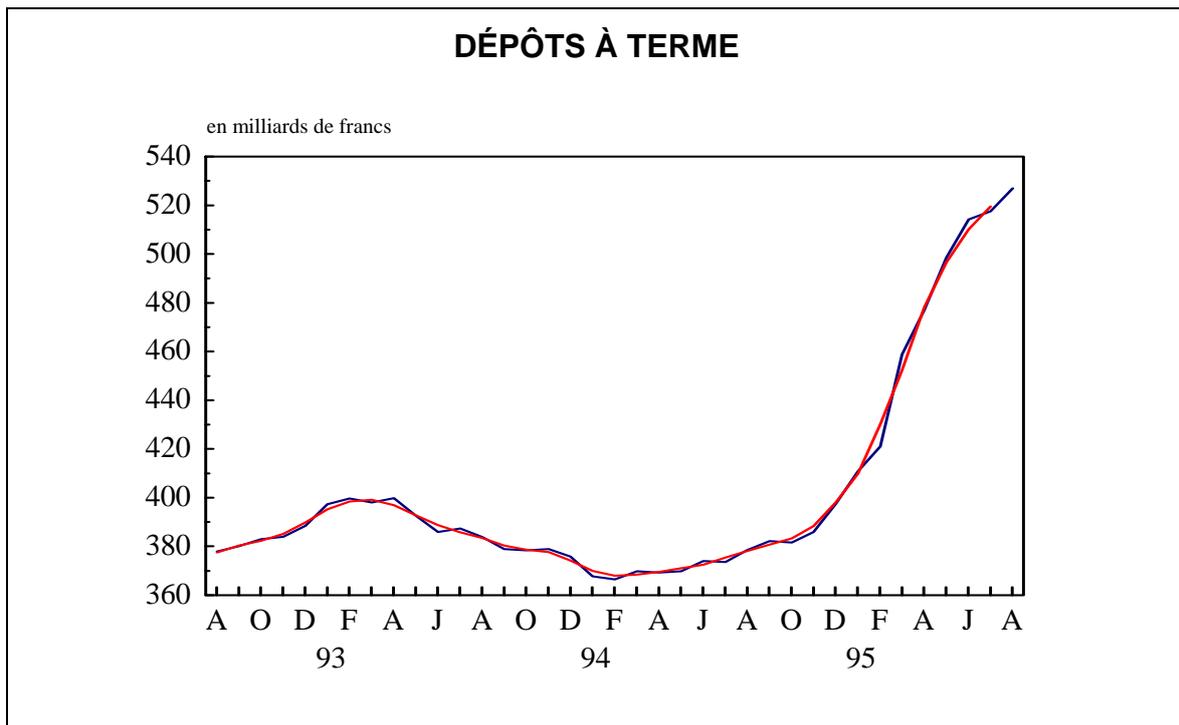


### M3 – M2

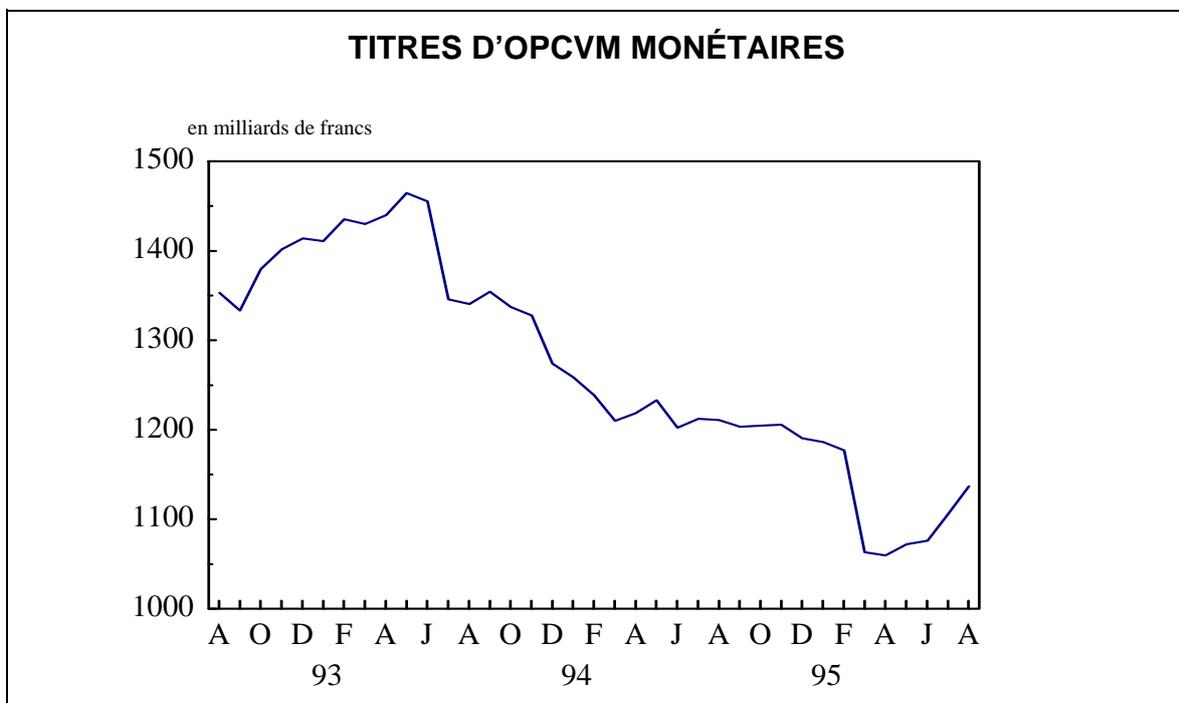
Les placements rémunérés à des taux de marché compris dans l'agrégat M3 – M2 ont augmenté de 2,2 % en août (après + 1,4 % en juillet) et, sur douze mois, leur progression atteint 5,1 % (après 3,9 % le mois précédent).

Les dépôts à terme se sont accrus de 1,8 %, après + 0,7 % en juillet et + 3,1 % en juin. En glissement annuel, leur développement s'élève à 38,4 % (contre + 37,0 % le mois précédent).

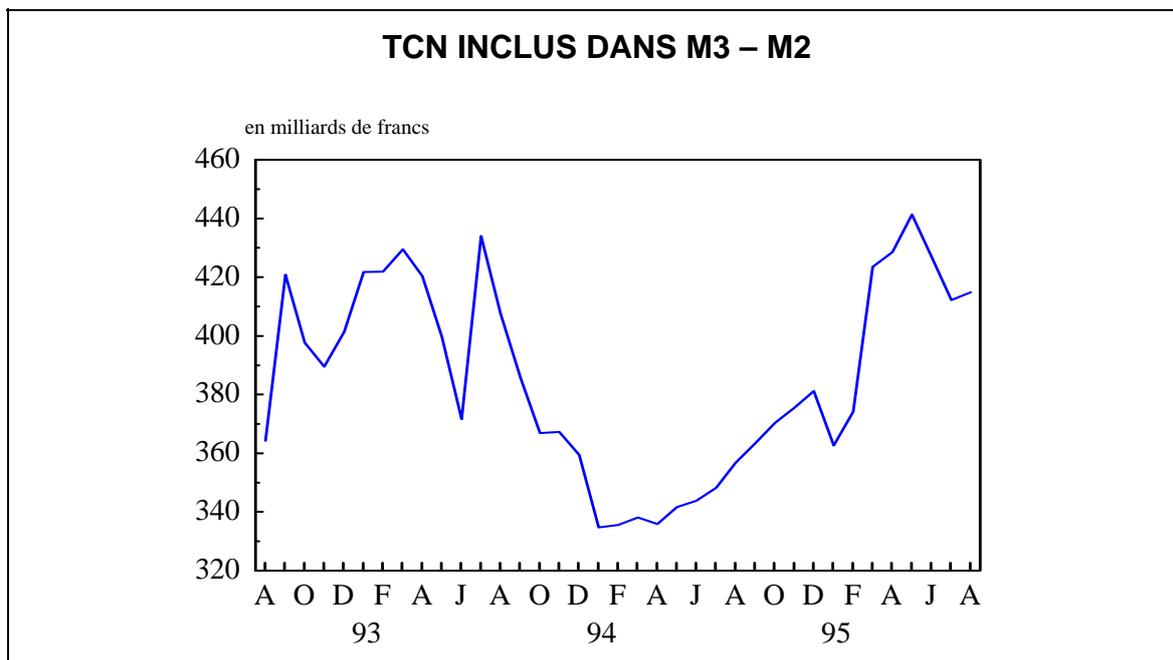
L'encours des bons de caisse et d'épargne s'est, quant à lui, contracté de 0,5 % en août et de 6,2 % sur un an.



Le montant des titres d'OPCVM monétaires, de nouveau en augmentation à partir de mai, s'est accru de 2,8 % en août (après + 2,7 % en juillet). De ce fait, son repli sur un an est revenu de - 10,8 % à fin juillet à - 8,5 % à fin août.



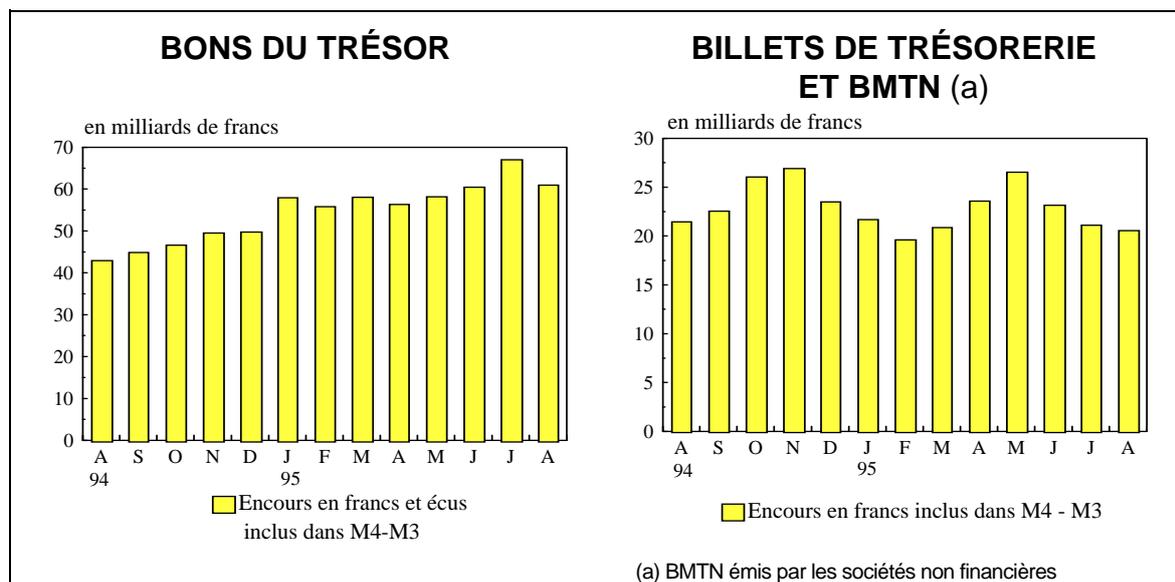
L'encours des titres de créances négociables compris dans M3 - M2 a progressé de 0,6 % en août (après - 3,5 % en juillet et - 3,2 % en juin) et de 19,5 % en glissement sur douze mois.



#### M4 – M3

L'encours des bons du Trésor émis en francs et en écus est passé de 1 112,5 milliards de francs en juillet à 1 168,1 milliards en août (+ 55,6 milliards sur un mois et + 236,5 milliards sur un an). Le volume détenu par les agents non financiers résidents s'est en revanche affaibli et revient à 60,9 milliards de francs (– 6,1 milliards).

L'encours des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur par les entreprises a progressé de 6,6 milliards de francs en août et atteint 167,4 milliards. La part détenue par le public a légèrement diminué pour s'établir à 20,6 milliards de francs (– 0,5 milliard).



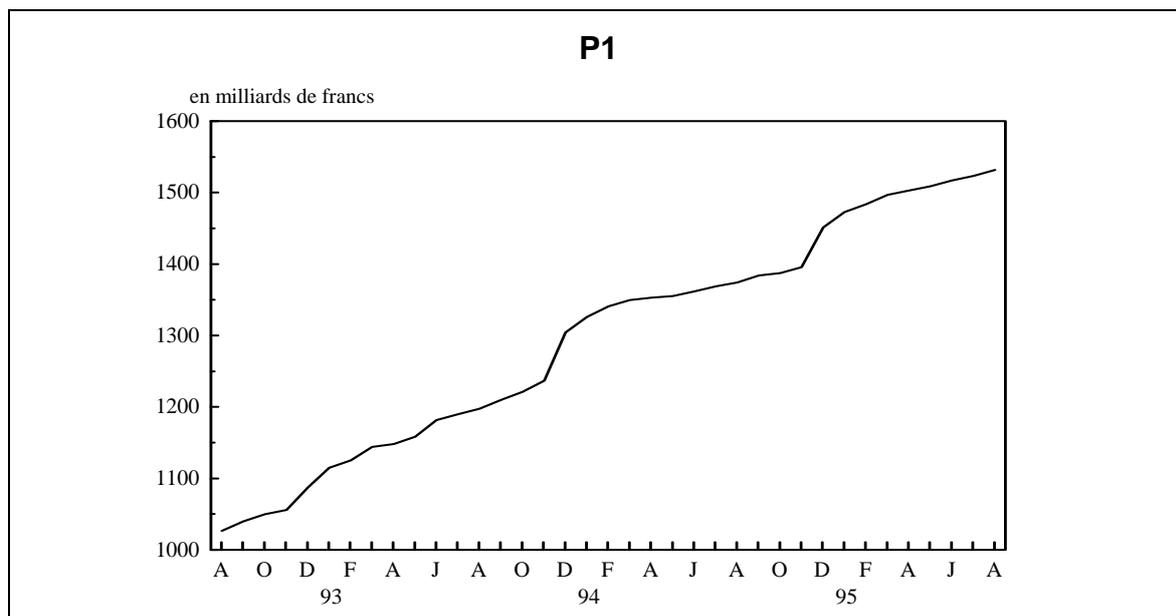
**P1**

L'agrégat de placement P1 s'est accru de 1,3 % en août, après + 1,1 % en juillet. Sur un an, sa croissance s'élève à 11,4 % (+ 11,3 % à fin juillet).

Les plans d'épargne-logement ont progressé de 1,1 %, contre + 0,9 % en juillet et en juin. En glissement annuel, leur variation s'établit à + 12,9 % (+ 13,1 % à fin juillet).

La croissance annuelle des plans d'épargne populaire se maintient sur un rythme élevé, de 15,1 % à fin août.

Pour sa part, le glissement sur douze mois des titres d'OPCVM « garantis » se renforce (+ 17,5 %, après + 14,1 % à fin juillet).



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

### 6.2.1. Les crédits à l'économie

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

#### *Vue d'ensemble*

En juillet, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit se sont contractés de 0,5 %, après plusieurs mois consécutifs de hausse.

Toutefois, leur variation sur un an est demeurée positive (0,6 %, après 1,0 % à fin juin). Cette progression recouvre des mouvements contrastés. Les crédits aux sociétés sont en effet en baisse de 0,4 %, alors qu'ils étaient en accroissement de 0,5 % à la fin du mois précédent. En revanche, la croissance des crédits aux ménages s'est pratiquement stabilisée (1,1 %, après 1,0 % à fin juin). Pour leur part, les crédits aux autres agents ont augmenté de 3,2 % (contre + 2,9 % à fin juin).

<b>LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b>					
<i>(variations sur 12 mois en pourcentage)</i>					
	1993	1994	1995		
	Décembre	Décembre	Mai	Juin	Juillet
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
– Total des crédits avant défaillance .....	-0,3	-1,3	0,8	1,0	0,6 (a)
– Total des crédits après défaillance .....	-0,8	-1,3	0,8	1,0	0,6
– Sociétés .....	-5,3	-2,1	-0,5	0,5	-0,4
– Ménages .....	0,3	0,8	1,0	1,0	1,1
– Autres agents .....	14,0	-4,5	5,1	2,9	3,2
<b>BANQUES</b>					
– Total des crédits avant défaillance .....	-2,0	-1,0	-0,2	0,5	-0,1 (b)
– Total des crédits après défaillance .....	-3,1	-2,1	-1,2	-0,5	-1,1
– Sociétés .....	-6,5	-5,5	-4,5	-3,1	-4,4
– Ménages .....	0,1	1,1	1,2	1,5	1,7
– Autres agents .....	2,4	3,2	6,3	4,6	4,5
(a) Les redressements liés aux opérations de défaillance ont été nuls au cours des 12 derniers mois					
(b) Les redressements liés aux opérations de défaillance se sont élevés à 37,4 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28			Mise à jour le 29 septembre 1995		

Les crédits distribués par les seules banques ont baissé de 0,1 % sur les douze derniers mois (après une hausse de 0,5 % à fin juin). Le recul des crédits aux sociétés s'est accentué (– 4,4 % sur un an, contre – 3,1 % à la fin du mois précédent), tandis que la hausse des crédits aux ménages s'est légèrement renforcée (1,7 % en un an, après 1,5 % à fin juin) et que la progression des concours aux autres agents (principalement les collectivités locales) reste ferme (4,5 % sur un an, après 4,6 % à fin juin).

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

### Les crédits des banques

En variation mensuelle, les crédits des banques ont diminué de 0,6 %, après plusieurs mois de hausse. Cette baisse a concerné l'ensemble des agents : les crédits aux sociétés se sont contractés de 1,0 %, interrompant ainsi le mouvement de hausse continue observé depuis février. Les crédits aux ménages se sont repliés de 0,3 % (contre + 0,5 % en juin), et les crédits aux autres agents de 2,4 % (après – 1,6 % en juin).

<b>LES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1995			1995	
	Mai	Juin	Juillet	Juin	Juillet
<b>TOTAL avant défaisance</b> .....	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1 (a)</b>
<b>TOTAL après défaisance</b> .....	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>
<b>SOCIÉTÉS</b> .....	0,3	0,4	-1,0	-3,1	-4,4
– Investissement des sociétés.....	3,0	-3,2	0,7	-1,1	0,5
– Trésorerie des sociétés .....	-1,2	3,9	-1,7	0,7	-1,9
– Autres crédits .....	-0,3	-0,7	-1,8	-10,7	-13,4
<b>MÉNAGES</b> .....	0,1	0,5	-0,3	1,5	1,7
– Habitat ménages.....	0,3	0,5	-0,1	2,8	2,6
– Trésorerie des particuliers.....	-0,3	3,5	-1,1	2,5	1,1
– Autres crédits .....	0,1	-1,5	-0,2	-1,8	0,1
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS</b> .....	0,6	-1,6	-2,4	4,6	4,5

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

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

Mise à jour le 29 septembre 1995

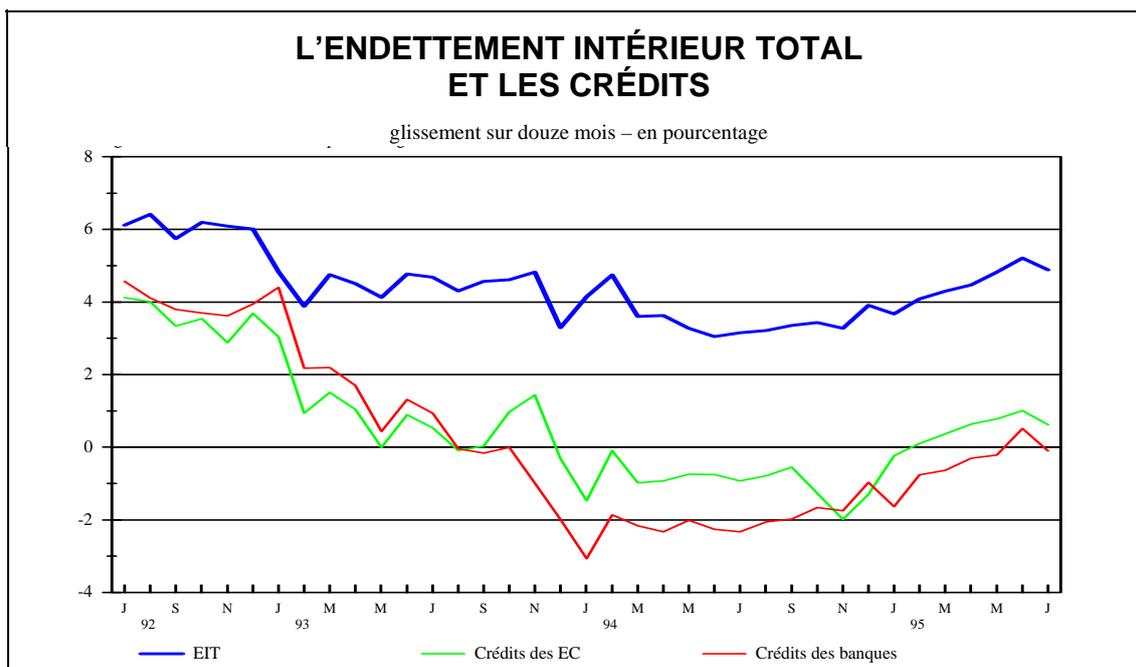
Les crédits à l'investissement ont progressé de 0,7 %, après une baisse de 3,2 % en juin. Leur variation sur douze mois est également redevenue positive (0,5 %, contre – 1,1 % à fin juin). Les crédits de trésorerie accordés aux sociétés ont reculé de 1,7 % (après une hausse de 3,9 % en juin), enregistrant sur un an une baisse de 1,9 % (contre + 0,7 % à fin juin).

Les crédits à l'habitat aux ménages ont légèrement diminué (– 0,1 %, contre + 0,5 % en juin). Toutefois, sur douze mois, leur progression reste assez ferme (2,6 %, après 2,8 % à fin juin). Après leur vive croissance en juin (3,5 %), les crédits de trésorerie aux particuliers se sont réduits de 1,1 % et, sur un an, leur hausse s'est atténuée (1,1 %, après 2,5 % à fin juin).

## 6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin juillet 1995)

Après s'être renforcée à fin juin 1995 (5,2 %), la croissance annuelle de l'endettement intérieur total est revenue, à fin juillet, à un niveau comparable à celui de fin mai (+ 4,9 % à fin juillet, + 4,8 % à fin mai). Cette évolution recouvre un léger repli de l'endettement des sociétés (- 0,5 %, après + 0,3 % à fin juin) et une progression moins vive de l'endettement de l'État (+ 16,7 %, après + 17,0 %). Les rythmes de croissance de l'endettement des ménages et des autres agents se sont, quant à eux, légèrement renforcés, passant respectivement de 1,0 % et 2,2 % à fin juin à 1,1 % et 2,5 % à fin juillet.



La croissance annuelle des crédits à l'économie s'est ralentie à fin juillet (0,6 %) par rapport à fin juin (1,0 %) <sup>1</sup>. La progression des financements collectés sur les marchés internes a été également moins rapide (13,3 % sur un an à fin juillet, après 13,8 % à fin juin).

Sur le marché monétaire, la progression des financements obtenus par l'État est revenue de + 25,9 % à fin juin à + 25,5 % à fin juillet, tandis que la baisse des financements recueillis par les sociétés s'est accentuée (- 9,5 % à fin juillet, après - 8,5 % à fin juin).

Sur le marché obligataire, la progression annuelle des capitaux levés par les sociétés a en revanche été plus marquée (+ 0,8 % à fin juillet, après + 0,3 % à fin juin), alors que la contraction de la dette obligataire des autres agents s'est accentuée (- 9,4 %, après - 9,1 % à fin juin). La dette obligataire de l'État a continué de se développer sur un rythme rapide, quoiqu'en légère décélération (+ 13,2 %, après + 14,0 % à fin juin).

Enfin, la croissance annuelle des crédits des non-résidents s'est nettement ralentie (+ 0,8 % à fin juillet, après + 2,7 % à fin juin et + 5,1 % à fin mai) et celle des obligations internationales émises par les sociétés est revenue à 7,6 %, après 8,6 % à fin juin.

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

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Le crédit et l'endettement intérieur total

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

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

	1994	1995		
	Décembre	Mai	Juin	Juillet
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance</b> .....	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL après défaisance</b> .....	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>
– État.....	18,5	16,5	17,0	16,7
– Sociétés .....	-1,5	-0,7	0,3	-0,5
– Ménages.....	0,8	1,0	1,0	1,1
– Autres .....	-2,3	4,3	2,2	2,5
CRÉDITS avant défaisance.....	-1,3	0,8	1,0	0,6
CRÉDITS après défaisance.....	-1,3	0,8	1,0	0,6
– Sociétés .....	-2,1	-0,5	0,5	-0,4
– Ménages.....	0,8	1,0	1,0	1,1
– Autres .....	-4,5	5,1	2,9	3,2
DETTE NON NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT (a) .....	40,9	13,3	7,4	9,5
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b) .....	13,4	12,3	13,8	13,3
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	15,3	16,2	20,3	19,7
– État.....	18,5	21,7	25,9	25,5
– Sociétés .....	-0,7	-11,3	-8,5	-9,5
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	12,5	10,1	10,3	9,9
– État.....	14,6	14,1	14,0	13,2
– Sociétés .....	2,0	-0,9	0,3	0,8
– Autres (c).....	66,3	-8,2	-9,1	-9,4
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS .....	17,0	5,1	2,7	0,8
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER.....	0,9	8,3	8,6	7,6
– Sociétés .....	0,9	8,3	8,6	7,6

(a) La dette non négociable de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances sur l'État » (monnaies divisionnaires, circuit du Trésor et net des comptes à la Banque de France).

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

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

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18

Mise à jour le 3 octobre 1995

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la progression de l'ensemble des contreparties de l'endettement intérieur total a diminué, revenant de 2,3 points (sur 5,2 points au total) à fin juin, à 2,1 points (sur 4,9 points au total) à fin juillet.

L'apport des éléments d'épargne contractuelle est demeuré stable en juillet (1,3 point), de même que celui des placements à caractère obligataire (0,1 point).

Enfin, les concours nets des non-résidents ont eu un impact légèrement moins restrictif sur la croissance des contreparties de l'EIT (-0,2 point sur 4,9 points au total à fin juillet, après -0,3 point sur 5,2 points au total à fin juin).

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

Tableau non disponible

# COMMUNICATIONS

# LA MARCHÉ VERS LA MONNAIE UNIQUE ET LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS

Intervention de Jean-Claude Trichet,  
gouverneur de la Banque de France,  
dans le cadre de l'assemblée annuelle de  
l'Association suisse des marchés à terme de matières premières  
et des marchés d'options  
à Bürgenstock (Suisse), le 7 septembre 1995

---

C'est un grand plaisir et un grand privilège pour moi de m'exprimer devant une audience si distinguée et dans un cadre aussi prestigieux. Je voudrais remercier l'Association suisse des marchés à terme de matières premières et des marchés d'options pour son invitation et l'ensemble des organisateurs pour la qualité exceptionnelle de l'accueil qui nous a été réservé.

Depuis le début des années quatre-vingt, la place financière de Paris a connu un développement très important accompagné d'un mouvement de modernisation qui la positionnent parmi les grands marchés financiers.

La place de Paris participera pleinement à la marche vers la monnaie unique. Ce processus implique, à l'issue d'une phase de convergence des économies nationales, la fixation irrévocable des parités, suivie, dans un délai qui ne saurait être trop long, de l'émergence d'une monnaie unique ayant vocation à remplacer les différentes monnaies nationales dans les échanges comme dans les comptes.

Les conséquences sur les marchés financiers seront multiples. Notamment, la concurrence et la coopération internationales entre les différentes places s'en trouveront renforcées. C'est pourquoi, après avoir rappelé les principales caractéristiques de la place de Paris, je voudrais développer les opportunités nouvelles que représentent pour son développement les perspectives du passage à la monnaie unique.

## 1. Les principales caractéristiques de la place de Paris

### 1.1. Une réglementation qui assure les conditions de concurrence des activités bancaires et financières

La profonde modernisation que les marchés financiers français ont connue a d'abord trouvé sa traduction dans la rénovation du cadre réglementaire des activités bancaires. De ce point de vue, la loi bancaire du 24 janvier 1984, en unifiant le statut des établissements de crédit et en entérinant le principe de banque universelle, a constitué une étape essentielle.

Le caractère attractif de la place de Paris s'en est trouvé renforcé. Les établissements à capitalisation non résidente sont passés de 185 à la fin de l'année 1985 à 300 fin 1994.

Outre la définition de l'activité des établissements de crédit, la législation française va devoir mettre en place un statut des entreprises d'investissement afin d'assurer la transposition en droit interne de la directive européenne sur les sociétés d'investissement, qui devra intervenir avant le 31 décembre 1995. Cette adaptation dans le dispositif financier français semble d'autant plus aisée que notre conception des activités financières est déjà très large.

### 1.2. Dynamisme des différents compartiments du marché financier français

La transformation du cadre financier de la place de Paris a également permis le développement de marchés de capitaux profonds et liquides, cette évolution ayant eu des répercussions sur les différents compartiments du secteur financier français.

#### 1.2.1. Dynamisme du compartiment à court terme

S'agissant du *compartiment à court terme*, le marché des titres de créances négociables, qui s'est mis en place dans la seconde partie des années quatre-vingt avec son ouverture à tous les agents économiques est désormais le premier d'Europe. Même si le marché reste essentiellement concentré sur le court terme, la création des bons à moyen terme négociables (BMTN) en 1992 est venue compléter la gamme des instruments qui, émis de gré à gré, offrent une grande souplesse pour les placements des professionnels.

La croissance des instruments dérivés de gré à gré sur le segment court et en tout premier lieu des « *swaps* » constitue un des axes majeurs d'expertise des établissements de crédit français sur les marchés de capitaux. À cet égard, la loi du 31 décembre 1993, en levant les obstacles juridiques à la compensation bilatérale, renforce la sécurité du marché français.

Sur le *marché organisé*, la place de Paris dispose d'un atout de taille avec le *contrat Pibor 3 mois du Matif*, deuxième contrat de taux courts en Europe avec un volume quotidien moyen de 52 000 lots échangés en 1994, soit plus de 13 millions sur l'année, en progression de 11 % sur 1993. La part des non-résidents sur ce contrat, gage de son succès international, se maintient à un niveau élevé.

#### 1.2.2. Un nouvel instrument : la pension livrée

Enfin, la *pension livrée* a connu depuis 1988 une croissance spectaculaire. Utilisée comme instrument de refinancement privilégié des détenteurs de titres d'État, notamment non résidents, elle a également pris une place croissante dans les échanges de liquidité entre établissements de crédit français. Elle a été favorisée par la création du statut de spécialiste en pensions sur valeurs du Trésor qui est venu s'ajouter en 1994 au statut de spécialiste en valeurs du Trésor (SVT). Le volume des opérations de pensions à taux fixe est, en conséquence, en forte augmentation. Les lois du 31 décembre 1993 et du 8 août 1994, ainsi que la convention-cadre sur la pension approuvée le 16 décembre 1994, assurent une sécurité juridique à cet instrument sans équivalent sur les autres places financières.

### 1.2.3. Croissance du segment à long terme et du Matif

Le *compartiment à long terme* du marché financier est devenu également très performant. À la suite des premières réformes des années quatre-vingt : politique d'émission de titres assimilables, création des SVT, le marché de la dette publique s'est beaucoup modernisé. Ainsi, le démembrement des obligations assimilables du Trésor (OAT) est aujourd'hui un modèle que d'autres pays d'Europe cherchent à adopter.

Le dynamisme du marché français doit aussi être relié à la présence d'un marché à terme organisé très développé. En termes d'activité, le Matif demeure le deuxième marché européen, après une année 1994, notamment marquée par des volumes record en progression de près de 30 %. Son contrat phare, le notionnel, est le premier contrat de taux long européen en termes de volume et le deuxième au monde avec 50 millions de lots négociés en 1994.

Outre sa liquidité, le Matif tire sa position éminente de la très grande sécurité qui entoure ses transactions. Les règles concernant les dépôts de garantie, les marges et la garantie de bonne fin lui confèrent un avantage concurrentiel très important dans un contexte où la sécurité et la transparence des marchés dérivés prend toute son importance.

La preuve en est la forte implantation des non-résidents sur le Matif qui représentent 40 % des adhérents de la chambre de compensation et qui détiennent 30 % des positions sur le contrat notionnel.

### 1.2.4. Modernisation du marché boursier

La *configuration du marché boursier* a également fortement évolué ces dernières années. Les adaptations réglementaires qui ont transformé la place de Paris se sont poursuivies, permettant l'adaptation du cadre normatif aux besoins des investisseurs, à l'instar de la réforme du marché de blocs en 1994. La capitalisation boursière a nettement progressé, de + 52 % en 4 ans, atteignant globalement 93 % du PIB en 1993 (y compris les obligations). Ce ratio place la France en quatrième position dans le monde, derrière le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon.

Le mouvement des privatisations a contribué à cette évolution. Le marché des actions français est devenu très attractif pour les investisseurs internationaux. Ainsi, le contrat sur indice CAC 40 du Matif, premier contrat à terme boursier européen en termes de volume, est-il très internationalisé, les non-résidents détenant une part majoritaire de la position ouverte. La poursuite du processus d'innovation, avec le lancement de plusieurs indices (indices SBF 120, 250 et MIDCAC) et l'ouverture de nouveaux marchés, renforcera encore, dans les années qui viennent, la compétitivité de la place de Paris sur ce segment.

### 1.2.5. Transformation du marché des changes

Enfin, il y a lieu de noter la *transformation du marché des changes* en l'espace de quelques années. Son dynamisme est avéré par l'explosion des volumes : + 50 % entre 1992 et 1995.

Le cercle des teneurs de marché sur le deutschemark-Paris et le dollar-Paris ainsi que la place importante d'établissements français sur les options de change de gré à gré sont autant de marques de la maturité du marché des changes parisien. L'ouverture de plusieurs contrats d'options de change sur le marché à terme organisé constitue également une initiative intéressante en direction de la clientèle finale des PME-PMI, très présentes dans l'économie française.

D'une manière générale, le marché financier français offre une liquidité très satisfaisante et une très grande efficacité du système de formation des prix, très apprécié des intervenants internationaux.

### **1.3. La place de Paris bénéficie d'infrastructures efficientes**

La place de Paris n'aurait pu assurer sa croissance sans disposer d'infrastructures techniques efficientes tant dans le domaine des systèmes de paiement que dans celui des systèmes de règlement-livraison.

#### **1.3.1. Les systèmes de paiement**

Il convient de rappeler que la Banque de France s'est vu légalement confier la mission de veiller au bon fonctionnement des systèmes de paiement. Dans la droite ligne des travaux internationaux menés dans le cadre du programme de prévention des risques liés aux règlements interbancaires de gros montant, la Banque de France met actuellement en place le système de *Transferts Banque de France (TBF)*, système brut destiné aux règlements de gros montant. Il coexistera avec un système net protégé aux normes Lamfalussy que le système bancaire est en train de développer. Ces projets, qui supposent au préalable que soit accomplie la dématérialisation des virements interbancaires de gros montant, doteront la place de Paris dès 1997 d'un système performant et parfaitement sécurisé qui constituera un atout très important pour le développement des échanges.

#### **1.3.2. Les systèmes de règlement-livraison**

S'agissant des systèmes de règlement-livraison, la période récente a permis des avancées déterminantes dans un domaine où la place financière de Paris disposait déjà d'une avance évidente, compte tenu notamment de l'ancienneté du processus de dématérialisation des titres.

L'accord intervenu entre la Banque de France et la Sicovam va conduire à l'unicité du système de règlement-livraison par la fusion opérée entre Relit et Saturne afin, entre autres, de préparer le lancement de *Relit grande vitesse*, système irrévocable autoprotégé.

Rapidement brossé, le tableau de la place de Paris fait ainsi apparaître de nombreux atouts existants et des chantiers d'importance qui renforceront encore ses avantages.

Doté d'un environnement juridique très sûr et d'infrastructures techniques efficientes, la place de Paris, en raison de la qualité de ses intervenants, de la gamme très complète des instruments qui y sont traités, de ses axes de compétence et de sa très bonne liquidité, pourra aborder au mieux l'étape de la monnaie unique.

Ces éléments permettront à notre système financier d'aborder dans les meilleures conditions le défi que constitue le passage à la monnaie unique, même si l'aboutissement de ce processus doit nécessiter une poursuite des adaptations ainsi que du développement du marché de l'écu.

## **2. Ses atouts consolidés par les réformes en cours permettront à la place de Paris d'aborder dans les meilleures conditions le passage à la monnaie unique**

### **2.1. Le développement du marché de l'écu doit se poursuivre**

La disparition des monnaies nationales à l'issue du processus de mise en œuvre de l'Union économique et monétaire doit conduire la place financière de Paris à continuer de favoriser le développement du marché de l'écu.

Il convient dès à présent d'accentuer les efforts déjà entrepris ces dernières années pour développer les différents compartiments des marchés de taux en écu.

Le développement du marché de l'écu passe d'abord par la poursuite des politiques d'*émission de titres libellés en écu* à l'initiative des États nationaux. De ce point de vue, le Trésor français a joué un rôle non négligeable par l'alimentation des lignes de titres d'État en écu. Le lancement de bons à taux fixe et intérêt annuel (BTAN) en écu et le démembrement d'OAT en écu depuis janvier 1994 ont contribué à l'animation du marché. Cette politique devra être poursuivie.

Toutefois, si l'existence de souches de titres en écu est une condition nécessaire au développement du marché, ce n'est pas pour autant une condition suffisante. Il faut aussi que le marché se développe non seulement entre arbitragistes mais également par l'apport d'une clientèle finale.

L'expertise des établissements de crédit français sur l'écu ne peut que renforcer la position de la place de Paris parmi les grands marchés financiers européens.

Toute initiative qui renforcera les atouts de la place de Paris dans la localisation des activités en écu mérite d'être soulignée. Ainsi, le développement d'un marché de la pension livrée en écu ne pourra que conforter la liquidité de ce marché.

Outre le marché au comptant de l'écu, la place de Paris dispose également du seul contrat à terme vivant sur sous-jacent obligataire en écu, le *contrat écu long terme* du Matif dont le volume s'est accru depuis la mise en place d'animateurs de marché en 1994, fonction propre à créer un lien entre comptant et terme sur l'écu.

## **2.2. Les perspectives de la place de Paris dans le cadre de la monnaie unique**

La création de la monnaie unique va, je le rappelle, stimuler les diverses places financières européennes.

Toutefois, la mise en place d'une politique monétaire unique ne devrait pas se traduire par la concentration des opérations sur une seule place financière, car cette politique monétaire va être mise en œuvre de façon *décentralisée*. C'est par le canal des banques centrales nationales que la Banque centrale européenne (BCE) mettra en œuvre ses interventions, qu'il s'agisse des interventions sur les marchés de change ou de ses interventions sur le marché monétaire de l'écu, pour régler la liquidité bancaire et mettre en œuvre la politique de taux d'intérêt.

En plein accord avec l'ensemble de nos partenaires européens, nous sommes particulièrement attachés à cette décentralisation, dans le strict respect du *principe de subsidiarité* prévu par le traité de Maastricht.

La décentralisation des opérations de banque centrale favorisera ainsi le développement d'un espace financier européen multipolaire, pour autant que les places financières aient su se moderniser et s'adapter à cet environnement nouveau. J'ai, pour ma part, une confiance forte dans la capacité de la place de Paris ainsi que des autres places européennes concernées à poursuivre leur adaptation d'ici à 1999.

Le schéma retenu pour la transition vers la monnaie unique devra permettre tout à la fois de répondre aux exigences de crédibilité et de se conformer au strict respect des dispositions du Traité qui prévoit que, dès la fixation des parités, l'écu deviendra une monnaie à part entière.

Il serait souhaitable que dès le début de la phase III, lors de la fixation irrévocable des parités, un *minimum consistant* d'opérations s'effectue en monnaie unique. Il s'agit en premier lieu des opérations réalisées par le Système européen de banques centrales (SEBC) lui-même dans le domaine des interventions de change ou des interventions sur le marché monétaire. Les transactions interbancaires devraient également basculer en même temps de façon à assurer dès le début de la phase III un ancrage

suffisant des transactions en écu de nature à assurer la crédibilité de la monnaie unique, notamment vis-à-vis des non-résidents. Les opérations sur titres devraient aussi passer dès cette phase en monnaie unique, la construction de *Relit grande vitesse* et sa capacité à traiter l'écu autorisant la réalisation de ce schéma. La mise en place du système européen de règlement de gros montant *Target* devrait permettre également de faire basculer dès ce stade les systèmes de paiement de gros montant.

Par la suite, dans un délai maximal de trois ans suivant la fixation des parités, le transfert en monnaie unique interviendrait pour les autres opérations bancaires de détail avec la clientèle de particuliers ou d'entreprises et pour la monnaie fiduciaire.

Cette solution progressive et échelonnée a le mérite de permettre les modifications techniques nécessaires, notamment concernant les investissements indispensables à l'adaptation des établissements de crédit, tout en préservant la crédibilité du processus et le respect du Traité.

Au-delà des réponses apportées par les autorités monétaires, le passage à la monnaie unique implique que les différents intervenants des marchés financiers procèdent aux *adaptations nécessaires*.

À cet égard, les réflexions sont engagées sur la place de Paris, comme sur les autres places européennes, réunissant autorités de tutelle, organismes professionnels et représentants des intervenants. Les questions à résoudre sont nombreuses s'agissant notamment de déterminer les modalités techniques et les moyens à mettre en œuvre, tant dans les domaines juridique et comptable que sur le plan de l'organisation interne qui se devra d'intégrer les adaptations des systèmes informatiques et des ressources humaines. Bien engagées, ces réflexions devraient conduire la place de Paris à être prête en temps et en heure, au fur et à mesure du développement des différentes phases du processus.

Grâce à son infrastructure juridique, à ses pôles d'efficience, à sa liquidité et à la qualité de ses intervenants, la place de Paris devrait être en mesure de s'engager sans difficulté dans le nouvel univers qui sera celui de la monnaie unique.

Loin de disparaître, les places nationales devront remplir leur rôle dans un cadre profondément modifié, où chacun devra être à même de s'appuyer sur ses axes de compétence. Le bon déroulement du basculement des activités financières en écu suppose au préalable que soit défini un scénario pour le passage à la monnaie unique, afin que les différentes catégories d'intervenants puissent procéder aux adaptations nécessaires en temps voulu.

Ce travail a déjà été entrepris et nous joignons nos efforts à ceux de l'ensemble de nos partenaires, dans le cadre de l'Institut monétaire européen, pour le parachever dans les mois qui viennent.

Je voudrais conclure par quelques remarques qui me paraissent importantes dans le contexte actuel.

*Premier point*, nous devons rester pragmatiques et humbles en face de la réalité, et continuer à nous adapter constamment. La technologie évolue avec une extrême rapidité et constitue le moteur de nombreux facteurs de changement. L'économie réelle elle-même change rapidement et veut avoir accès aux nouveaux services et instruments. Aussi doit-on accepter que la créativité soit la règle du jeu des marchés financiers. Ce serait une grave erreur de penser que l'on est proche du point où il ne restera plus d'avancée importante à faire. Pour toutes ces considérations, le maître mot est *flexibilité*.

*Deuxième point*, quels que soient les changements présents et futurs auxquels nous devons faire face, il appartient aux banques centrales de garantir la sécurité des marchés financiers et de leur assurer un environnement sûr et stable. C'est précisément parce qu'il nous faut vivre dans un monde d'incertitude, de flexibilité et d'instabilité que les banques centrales ont un rôle clé à jouer pour assurer aux marchés des fondements solides et stables. À cet égard, le maître mot est *stabilité*.

*Troisième point*, j'estime utile de rappeler l'importance des critères de Maastricht. Ils devront être remplis intégralement pour permettre la réalisation de l'union monétaire. C'est mon sentiment, et c'est aussi celui de l'ensemble des dirigeants de banque centrale. Il ne s'agit pas seulement de respecter les termes du Traité, mais également de garantir la stabilité et la solidité de la monnaie unique, qui doit gagner la confiance de tous pour permettre une consolidation et un renforcement de la prospérité de l'Union européenne. À cet égard, le maître mot est *crédibilité*.

*Quatrième point*, et non des moindres, l'Union européenne et l'union monétaire en particulier ne sont pas des jeux à somme nulle : chaque pays a quelque chose à y gagner. Je suis d'ailleurs convaincu que la place de Paris, comme les autres places financières européennes, tirera parti de la réforme structurelle décisive qui va de pair avec l'union monétaire, à condition de faire preuve de dynamisme, d'imagination et d'audace dans la mise en œuvre des changements qui s'imposent.

# RAPPORT DU COMITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT – EXERCICE 1994

Communiqué de presse publié le 2 août 1995

---

Le rapport <sup>1</sup> du Comité des établissements de crédit pour 1994, le onzième ainsi présenté, est rendu public. Quatre éléments de ce document méritent d'être plus particulièrement soulignés.

L'activité du Comité au cours de cette année a d'abord été marquée par l'évolution peu favorable des conditions d'exploitation bancaire en France.

La faiblesse persistante de la demande de crédit et le bas niveau des marges ont en effet obligé tous les établissements à réexaminer leurs perspectives de développement et à prendre des mesures pour s'adapter à la situation. Certains ont ainsi été conduits, comme ceci avait déjà été le cas les années précédentes, à changer d'orientation, à modifier leur organisation, à engager des opérations de restructuration, voire à décider de cesser tout ou partie de leurs activités.

Le Comité a donc été à nouveau saisi de nombreux projets de réorganisation, prenant des formes très diverses : absorptions d'un établissement par un autre, fusions de plusieurs établissements exerçant des activités similaires ou complémentaires au sein d'un établissement nouveau, apports par un établissement d'une partie de ses activités à un autre, éventuellement créé à cet effet, par exemple dans le cadre d'une opération de défaisance, cessions du contrôle d'un établissement à un groupe plus important, etc.

De même, il a eu à connaître un nombre important de demandes de retraits d'agrément.

Compte tenu de toutes ces opérations, le nombre total des établissements actifs en France a continué de diminuer en 1994, pour la huitième année consécutive. Après avoir atteint un maximum de 2 152 en 1987, et être déjà revenu à 2 063 en 1989, puis à 1 713 en 1992, leur effectif est passé, en 1994, de 1 649 à 1 608, soit une réduction de 41 en un an et de 455 en cinq ans.

---

<sup>1</sup> Ce rapport peut être obtenu au prix de FRF 120 TTC, auprès de la Banque de France, 07-1045 Service de l'Information, 75049 PARIS CEDEX 01 – Tél. : +33 (1) 42 92 39 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 40.

Ce mouvement de diminution a affecté la plupart des catégories d'établissements : le nombre des banques sous contrôle français est ainsi passé de 244 à la fin de 1989 à 229 à la fin de 1993 et à 226 au 31 décembre dernier ; celui des banques mutualistes est de son côté revenu en cinq ans de 176 à 140 et celui des sociétés financières de 1 206 à 969.

Le Comité a joué un rôle actif dans cette rationalisation des structures du système bancaire français, en fournissant aux établissements qui le consultaient des indications sur la situation générale du marché bancaire français ainsi que sur les meilleurs moyens d'engager, le cas échéant, les opérations de réorganisation qu'ils envisageaient. D'une manière générale, ces projets ont été examinés avec le double souci de la préservation de la stabilité globale du système bancaire et de la conservation de la partie la plus importante possible des moyens. À chaque fois que ceci apparaissait opportun, les établissements dont le développement était le moins assuré ont été incités à cesser leurs activités et à demander le retrait de leur agrément.

Même si les conditions générales d'activité n'étaient guère favorables, elles n'en ont pas pour autant dissuadé le lancement de toute initiative nouvelle. Au contraire, comme les années précédentes, le Comité a été saisi, en 1994, d'un nombre significatif de projets de créations et les a accueillis favorablement, dès lors qu'ils répondaient aux critères habituels de qualité technique et de solidité financière : sur 34 agréments délivrés au cours de cette année, 21 l'ont été pour la création de nouveaux établissements, dont une banque sous contrôle étranger, 9 maisons de titres, 2 Sicomi et 9 autres types de sociétés financières. Par ailleurs, 4 sociétés financières ont demandé et obtenu un agrément de banque de plein exercice, tandis qu'un agent des marchés interbancaires s'est transformé en maison de titres. En outre, le Comité a reçu, en 1994, 10 notifications d'installation en France de succursales d'établissements ayant leur siège dans d'autres États de l'Espace économique européen.

Le lancement de ces projets fait apparaître qu'en dépit des difficultés conjoncturelles, des opportunités de développement d'activités demeurent en France et que le renouvellement du système bancaire se poursuit. Un intérêt a continué par exemple de se manifester pour certains services financiers spécialisés, tels que l'affacturage ou la gestion de portefeuilles. De même, de nouvelles techniques de commercialisation, par exemple le démarchage et la vente par voie téléphonique, ont suscité certaines initiatives récentes.

Pour une part significative, les dossiers dont le Comité a été saisi en 1994 ont été présentés par des investisseurs étrangers. Ceux-ci ont continué d'avoir recours aux diverses formes possibles d'implantation : installations de succursales, créations de filiales, ou encore reprises d'établissements existants. Le maintien d'un flux important d'investissements bancaires étrangers en France (8 719 millions en 1994) atteste en tout cas l'intérêt constant que des groupes internationaux portent à une présence opérationnelle dans notre pays, ainsi que la crédibilité qu'ont acquise notre économie comme la place bancaire et financière de Paris.

Compte tenu de toutes ces opérations, le nombre total des établissements sous contrôle étranger a continué d'augmenter, passant de 293 à la fin de 1993 à 300 à la fin de 1994. Parmi ceux-ci, on comptait 186 banques, soit 6 de plus que l'année précédente et 26 de plus qu'à la fin de 1989.

Pour une part toujours croissante, ces établissements sont originaires d'Europe. Les investissements européens ont, en effet, représenté la quasi-totalité des investissements bancaires nets étrangers en 1994. Et parmi les 300 établissements sous contrôle étranger, on en comptait 169 détenus par des intérêts européens, dont 94 banques (46 succursales et 48 filiales), 24 maisons de titres et 51 autres sociétés financières. Ces données illustrent le mouvement croissant d'intégration que connaît le secteur bancaire et financier européen, notamment depuis l'ouverture du Marché unique.

Comme sur les autres places bancaires, la présence étrangère ne se limite pas aux succursales et aux filiales, mais repose aussi sur des bureaux de représentation. À la fin de 1994, 105 institutions étrangères disposaient de ce type d'installation en France.

À l'ouverture du système bancaire français vis-à-vis de l'étranger répond une présence française à l'étranger importante et toujours renforcée, en particulier dans l'Espace économique européen.

Conformément au principe du contrôle par les autorités du pays d'origine, les autorités françaises se sont dotées d'outils de surveillance des activités exercées à l'étranger par les établissements ayant leur siège en France. En particulier, un recensement précis et exhaustif de leurs implantations à l'étranger, sous forme de succursales ou de filiales, a été mené à bien.

Les informations concernant les aspects de la surveillance relevant de la compétence du Comité des établissements de crédit sont données dans le chapitre 12 de ce rapport. Elles font notamment apparaître l'importance du réseau international des établissements de crédit français. À la fin de 1992, la valeur globale de leurs investissements à l'étranger s'élevait à près de 73 milliards de francs, ce qui représentait plus de 9 % de l'ensemble des investissements français extérieurs. On dénombrait, au 31 décembre 1993, au total 463 implantations opérationnelles en dehors de France, dont 182 succursales et 281 filiales exerçant des activités bancaires. Celles-ci se situaient dans 85 États ou zones géographiques et étaient le fait de 59 établissements différents. Au total, ces 463 implantations exploitaient plus de 1 800 guichets et employaient environ 64 000 personnes.

Pour une part importante, ces implantations se situent en Europe. Les investissements dans l'Union européenne ont représenté, en effet, de 1985 à 1994, 55 % du flux total des investissements bancaires français à l'étranger. À la fin de 1993, on dénombrait ainsi dans cette zone 213 implantations (57 succursales et 156 filiales) dépendant de 45 établissements différents et répartis dans 11 pays. Ces implantations géraient 1 087 guichets et employaient plus de 29 000 personnes.

Le présent rapport, qui comprend 252 pages, a été sensiblement rénové par rapport aux précédents. En particulier, les développements concernant la procédure de présentation des dossiers au Comité des établissements de crédit ont été supprimés et seront repris dans un document à paraître, plus particulièrement conçu à l'intention des personnes qui doivent soumettre des dossiers au Comité.

Le rapport pour 1994 comprend trois parties :

– la première partie, consacrée à l'activité du Comité, décrit ses missions, son fonctionnement, les décisions prises au cours de l'année écoulée, ainsi que les dossiers dont il a été saisi au titre des procédures européennes ;

– la deuxième partie fournit une information à jour sur l'organisation du système bancaire français, ses caractéristiques générales, les différentes catégories d'établissements qui le composent, et les établissements de l'Espace économique européen exerçant en France en libre établissement ou en libre prestation de services. Un chapitre nouveau est consacré au système bancaire monégasque ;

– la troisième partie réunit une série d'études particulières, respectivement consacrées cette année aux implantations bancaires étrangères en France et aux implantations françaises à l'étranger, ainsi qu'aux procédures d'agrément dans les divers pays de l'Espace économique européen.

Ce rapport est accompagné de 126 pages d'annexes et de statistiques.

# RAPPORT DU COMITÉ DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE – EXERCICE 1994

Communiqué de presse publié le 2 août 1995

---

Le Comité de la réglementation bancaire vient de publier son onzième rapport annuel <sup>1</sup>.

Ce document rappelle que les principales conditions d'exercice des activités bancaires en France se comparent désormais à celles en vigueur dans les autres principaux États membres de l'Union européenne. Les conditions de délivrance des agréments, l'exercice d'activités en libre établissement ou en libre prestation de services, les règles comptables et prudentielles, la surveillance sur base consolidée par les autorités du pays d'origine répondent en effet intégralement aux principes européens.

La principale mesure, adoptée en 1994 par le Comité, a concerné l'achèvement de la transposition de la directive européenne d'avril 1992 relative à la surveillance des établissements de crédit sur base consolidée. Après qu'une loi de décembre 1993 ait introduit une nouvelle définition des compagnies financières, le Comité a en effet imposé le principe du respect, par ce type de sociétés, de plusieurs normes prudentielles.

Les autres textes adoptés au cours de l'année sont venus apporter des modifications à des dispositions antérieures, notamment en matière d'opérations de pension et de titres de créances négociables.

Le rapport 1994 comprend quatre chapitres :

- le premier fournit des informations détaillées sur les travaux d'harmonisation à la fois au plan communautaire et au niveau international ;
- le chapitre 2 est consacré à l'activité du Comité pendant l'année écoulée ;
- le chapitre 3 fournit une description mise à jour de la réglementation en vigueur au début de l'année 1995 ;
- enfin, le chapitre 4 présente une étude sur les activités du type bancaire ouvertes aux entreprises non financières.

Le rapport est accompagné de diverses annexes, dont le texte mis à jour de la loi bancaire.

---

<sup>1</sup> Ce rapport peut être obtenu au prix de FRF 120 TTC, auprès de la Banque de France, 07-1045 Service de l'Information, 75049 PARIS CEDEX 01 – Tél. : +33 (1) 42 92 39 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 40.

# RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE ANNUELLE DE LA SOFRES SUR LA DÉTENTION DES PRODUITS FINANCIERS EN FRANCE ET LE COMPORTEMENT DES ACTIONNAIRES

Communiqué de la Banque de France,  
de la Commission des opérations de bourse (COB) et  
de la Société française de Bourse (SBF) – Bourse de Paris  
publié le 12 septembre 1995

---

Le nombre de Français actionnaires de sociétés cotées s'élève à 5,3 millions.

Les résultats de l'enquête annuelle de la SOFRES sur la détention des produits financiers en France et le comportement des actionnaires <sup>1</sup> ont été présentés le 12 septembre 1995.

Cette enquête, réalisée pour le compte de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et de la SBF-Bourse de Paris, a été effectuée en avril 1995 à partir d'un échantillon national représentatif de la population française, représentant 7 525 personnes âgées de 15 ans ou plus. Les résultats prennent en compte la privatisation de la SEITA mais n'intègrent pas celle d'Usinor-Sacilor.

---

<sup>1</sup> Enquête disponible auprès de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et de la SBF-Bourse de Paris  
(tarif : FRF 600 TTC)

**La détention de valeurs mobilières**

Le nombre de porteurs de valeurs mobilières s'élève à *10,5 millions de personnes*, soit 23,9 % des Français âgés de 15 ans et plus, contre 11,2 millions en avril 1994 (enquête annuelle SOFRES). La répartition des porteurs selon le type de produit s'établit de la façon suivante :

- *5,3 millions sont détenteurs d'actions de sociétés cotées*, soit 12,2 % de la population. Le nombre global des actionnaires individuels a ainsi diminué de 7 % par rapport à l'enquête d'avril 1994. L'impact des opérations de privatisations demeure considérable puisque le nombre d'actionnaires de sociétés privatisées au cours des dix dernières années représente environ 4,5 millions de personnes, dont 1,7 million issues des privatisations de 1986-1987 et 3,8 millions issues des privatisations de 1993-1995. Plus de la moitié d'entre elles (2,8 millions) détiennent exclusivement des actions de ces sociétés ;
- *3,3 millions sont détenteurs d'obligations*, soit 7,5 % de la population, contre 8,9 % en 1994 (3,8 millions de détenteurs). Parmi ceux-ci, le nombre de détenteurs de l'emprunt Balladur s'élève à environ 1,45 million de personnes, contre 1,8 million en avril 1994 ;
- *7,3 millions détiennent des titres d'OPCVM*, soit 16,9 % de la population. Alors que le nombre de porteurs de titres d'OPCVM monétaires et obligataires a peu varié depuis avril 1994, celui des porteurs de titres d'OPCVM actions a diminué de 23 %, revenant de 2,6 millions à 2 millions ;
- *2,5 millions sont titulaires de plan d'épargne en actions (PEA)*, soit 5,7 % des Français âgés de plus de 15 ans. Le phénomène de fermeture de PEA déjà observé ces derniers mois par les études de la Banque de France et les statistiques de la direction du Trésor se trouve ainsi confirmé puisque le nombre de titulaires atteignait 3,4 millions en avril 1994.

**Le profil des actionnaires**

L'actionnariat français confirme ses caractéristiques traditionnelles. 56,3 % des actionnaires ont 55 ans et plus, tandis que les moins de 45 ans représentent 29,1 % du total.

Les cadres supérieurs et les professions libérales demeurent la catégorie socio-professionnelle ayant la plus forte propension à détenir des actions.

**Attitudes et comportement des actionnaires**

Les privatisations demeurent les premières motivations d'achats d'actions : près d'une personne sur deux a acquis ses premières actions à l'occasion des privatisations. Cependant, dans le cadre d'un portefeuille déjà constitué, cette motivation est nettement moins marquée qu'en 1994 (35 % des actionnaires, contre 58 %) et la volonté d'augmenter le portefeuille est une motivation qui apparaît en progression (29 %, contre 24 %).

Si le nombre de lignes composant les portefeuilles a légèrement progressé (5,4 lignes, contre 5 lignes en avril 1994), le nombre d'opérations a sensiblement diminué, 62 % des actionnaires n'ayant réalisé aucune opération au cours du premier semestre (contre 30 % en 1994) et 7 % ayant réalisé entre 3 opérations et 5 opérations durant la même période, contre 19 % en 1994. Les actionnaires les plus attentistes sont aussi ceux qui ont les portefeuilles les moins importants (inférieurs à 250 000 francs). 55 % des actionnaires qui ont réalisé au moins une opération au cours du premier semestre sont acheteurs nets, contre 70 % en 1994. Parmi les actionnaires vendeurs nets d'actions, 59 % invoquent des motivations personnelles, contre 53 % en 1994. Parallèlement, les vendeurs nets d'actions n'ayant pas réinvesti sont plus nombreux qu'en 1994 (80 %, contre 55 % en 1994).

Les intentions pour le second semestre sont dominées par l'attentisme : 60 % des actionnaires pensaient, en juin 1995, ne pas changer leurs positions d'ici à la fin de l'année ; 19 % des actionnaires déclaraient avoir l'intention d'investir en actions au cours de second semestre, contre 23 % en 1994.

La suppression des quotités sur les valeurs du marché à règlement mensuel est très largement appréciée par les actionnaires. Près des deux tiers d'entre eux estiment que c'est une bonne réforme.

En ce qui concerne les sources d'information, les actionnaires individuels continuent à privilégier la presse économique et financière. Les banques, les sociétés de bourse ainsi que la télévision et la radio demeurent également une source d'information très prisée.

Le niveau de satisfaction à l'égard des résumés des documents d'information visés par la COB demeure à un niveau élevé (47 % de satisfaits). Ils répondent à leur vocation d'outil d'aide à la décision.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

### ***Enquête mensuelle n° 138 – septembre 1995***

Direction de la Conjoncture

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

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

Direction des Marchés de capitaux

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

### ***La situation du système productif en 1994 (B 95/11)***

Direction des Entreprises

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Les Études de la Centrale de Bilans :***

***Les entreprises françaises et le commerce extérieur (B 95/08)***

***Délais de paiement et crédit interentreprises – Statistiques de 1988 à 1993 en nomenclature NAP (B 95/10)***

Direction des Entreprises

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

Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Rapport annuel du Conseil national du crédit – exercice 1994***

Secrétariat général du Conseil national du crédit (CNC)

(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Overview from the 1994 Annual report of the National Credit Council***

Secrétariat général du Conseil national du crédit (CNC)

(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)

**Rapport annuel au CNC du Comité consultatif – exercice 1994-1995**

Secrétariat général du Conseil national du crédit (CNC)  
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)  
Prix du numéro : FRF 80 TTC

**Rapport du groupe de travail du Conseil national du crédit et ses annexes :  
Risque de crédit – septembre 1995**

Secrétariat général du Conseil national du crédit (CNC)  
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Rapport annuel de la Balance des paiements et la position extérieure de la France  
et ses annexes – exercice 1994**

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

**Cahiers régionaux Alsace – septembre 1995****Le comportement des entreprises industrielles alsaciennes en 1994**

Banque de France Strasbourg  
Secrétariat régional Alsace  
(Tél. : +33 88 52 28 40 – Télécopie : +33 88 52 28 66)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Bourgogne – août 1995****Le négoce-éleveur de vins en Côte-d'Or – année 1994**

Banque de France Beaune  
Secrétariat régional Bourgogne  
(Tél. : +33 80 26 36 80 – Télécopie : +33 80 26 36 88)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Bretagne – septembre 1995****Étude financière du mareyage lorientais – année 1994**

Banque de France Lorient  
Secrétariat régional Bretagne  
(Tél. : +33 97 84 14 44 – Télécopie : +33 97 84 14 49)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Centre – août 1995****Note financière annuelle – année 1994**

Banque de France Orléans  
Secrétariat régional Centre  
(Tél. : +33 38 77 78 47 – Télécopie : +33 38 77 78 92)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

La Banque de France et l'information

**Cahiers régionaux Haute-Normandie – septembre 1995**  
**Performances et financement des entreprises industrielles**  
**de Haute-Normandie en 1994**

Banque de France Rouen  
Secrétariat régional Haute-Normandie  
(Tél. : +33 35 52 78 63 – Télécopie : +33 35 52 78 95)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Île-de-France – septembre 1995**  
**Note financière annuelle – année 1994**

Banque de France Délégation régionale pour l'Île-de-France (DRIF)  
Secrétariat régional Île-de-France  
(Tél. : +33 (1) 44 39 31 31 – Télécopie : +33 (1) 42 22 36 95)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Lorraine – septembre 1995**  
**L'évolution du système productif lorrain en 1994**

Banque de France Metz  
Secrétariat régional Lorraine  
(Tél. : +33 87 39 94 00 – Télécopie : +33 87 39 94 39)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

## 2. Contributions à des publications extérieures

**Budget : le « oui, mais » de Jean-Claude Trichet**

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(Le Figaro – 29 septembre 1995)

**« J'ai l'impression que les entreprises arrivent au terme de leur désendettement »**

entretien avec Yves Ullmo, secrétaire général du Conseil national du crédit  
(La Synthèse Financière du 11 au 16 septembre 1995)

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

**La marche vers la monnaie unique et la place financière de Paris <sup>1</sup>**

par Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
à Bürgenstock (Suisse), le 7 septembre 1995

**Entretien accordé à France-Inter**

par Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
le 6 octobre 1995

<sup>1</sup> Publié intégralement dans le présent Bulletin

É T U D E S

# LES CONTREPARTIES<sup>1</sup> DE LA MASSE MONÉTAIRE M3 ET LEUR ÉVOLUTION EN 1994 ET AU PREMIER TRIMESTRE 1995

Les contreparties de M3 regroupent l'ensemble des éléments du bilan des institutions financières qui ne sont pas retenues dans le calcul de la masse monétaire ; elles fournissent ainsi une information précieuse sur les modalités de la création monétaire. En 1994, les variations des contreparties « créances sur l'extérieur » et « créances sur l'économie » ont eu un impact négatif sur le stock de monnaie. En revanche, l'accroissement des créances nettes des institutions financières sur l'État a constitué une source très significative de création monétaire.

À la fin du premier trimestre de 1995, l'évolution des contreparties apparaît moins contrastée. L'impact sur la croissance de M3 de l'évolution des créances sur l'économie est devenu moins restrictif, sous l'effet de la reprise de la progression des crédits, tandis que le repli de la contrepartie « extérieur » s'est amoindri. Enfin, la forte croissance des créances nettes des institutions financières sur l'État s'est ralentie.

---

LUC JACOLIN

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

---

<sup>1</sup> Le contenu des différentes contreparties de M3 est précisé en annexe.

Les différentes opérations à l'origine de la création monétaire et de la variation du stock de monnaie sont directement retracées, ou trouvent leur image, au sein des bilans des institutions financières qui créent et gèrent la monnaie. Ces éléments des bilans des institutions financières sont regroupés dans les statistiques monétaires sous le terme de contreparties de la masse monétaire.

Les contreparties, comme l'agrégat de monnaie M3, sont établies à partir des bilans agrégés de la Banque de France, des établissements de crédit et assimilés, ainsi que des OPCVM, auxquels sont ajoutés les éléments de l'activité monétaire du Trésor et de La Poste.

Alors que M3 correspond à la fraction monétaire du passif du bilan de ces organismes, les contreparties de M3 regroupent l'ensemble des autres éléments de ce bilan, c'est-à-dire l'actif et les postes non monétaires du passif. Elles fournissent ainsi une information précieuse sur les modalités de la création monétaire.

La création monétaire se réalise de deux façons principales :

- lorsque les institutions financières mettent de la monnaie à la disposition d'un agent non financier résident en contrepartie d'acquisition de créances sur l'étranger ;
- lorsqu'elles consentent aux agents non financiers résidents des financements nouveaux.

Les principales contreparties concernent donc respectivement la création monétaire d'origine externe, les *créances nettes sur l'extérieur*, et celle qui est d'origine interne, le *crédit interne*, subdivisé en créances nettes sur l'État et créances sur l'économie.

En outre, le stock de monnaie dont disposent les résidents varie en fonction de leur choix de détenir plutôt de la monnaie ou plutôt des actifs d'épargne stable. Les institutions financières, dont une partie des ressources est constituée par de l'épargne stable, sont concernées par ces mouvements. Les ressources à caractère non monétaire qu'elles obtiennent constituent, elles aussi, des contreparties du stock de monnaie, qu'il convient de déduire des autres contreparties (emprunts obligataires, emprunts et titres participatifs, capitaux propres). En effet, tout accroissement de ces ressources se traduit par une réduction équivalente des avoirs monétaires des agents non financiers qui souscrivent des titres bancaires. Les variations de l'épargne dite contractuelle — principalement les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire — constituée auprès des institutions financières ont le même effet.

En 1993, la contraction de l'encours de M3 avait eu avant tout pour contrepartie, au sein du bilan de l'ensemble des institutions financières, une très forte progression des ressources non monétaires de ces organismes (ressources stables, c'est-à-dire obligations et fonds propres nets, et ressources d'épargne contractuelle, essentiellement plans d'épargne populaire et plans d'épargne-logement). Ces ressources non monétaires étaient venues se substituer massivement aux dépôts monétaires, alors même que l'offre de monnaie était substantiellement alimentée par l'évolution fortement positive des contreparties « extérieur » et à un moindre degré « créances sur l'État », dont l'impact expansif sur la création de monnaie excédait largement l'effet restrictif de la contraction des « créances sur l'économie ».

En 1994, les variations des contreparties « créances sur l'extérieur » et « créances sur l'économie » ont eu un impact négatif sur le stock de monnaie. En revanche, l'accroissement des créances nettes des institutions financières sur l'État a constitué une source très significative de création monétaire, encore plus accentuée qu'en 1993. Et, à l'inverse de ce qui s'était produit en 1993, les ressources non monétaires des banques (ressources stables et épargne contractuelle) ont globalement diminué, apportant ainsi, par leur reflux, une contribution positive à l'évolution de M3.

À la fin du premier trimestre de 1995, l'évolution des contreparties apparaît moins contrastée. L'impact sur la croissance de M3 de l'évolution des créances sur l'économie est devenu moins restrictif, sous l'effet de la reprise de la progression des crédits, tandis que le repli de la contrepartie « extérieur »

s'est amoindri. Enfin, la forte croissance des créances nettes des institutions financières sur l'État s'est ralentie.

<b>ÉVOLUTION DES CONTREPARTIES DE M3</b>			
<i>(variations – en milliards de francs)</i>			
	Année 1993	Année 1994	Fin mars 1994 à fin mars 1995
<b>Offre de monnaie</b> .....	<b>466,3</b>	<b>-99,0</b>	<b>71,6</b>
Extérieur .....	393,9	-172,2	-102,3
Crédit interne .....	72,3	73,2	173,9
– Créances sur l'État .....	184,3	402,9	313,4
– Créances sur l'économie .....	-112,0	-329,6	-139,5
<b>Divers nets (y compris provisions sur créances douteuses)</b> .....	<b>124,7</b>	<b>139,5</b>	<b>-30,7</b>
<b>À déduire :</b>			
<b>Passif non monétaire des institutions financières</b> .....	<b>754,4</b>	<b>-57,9</b>	<b>-106,1</b>
Épargne contractuelle (actifs compris dans P1) .....	180,5	125,8	124,2
Ressources stables nettes .....	573,9	-183,7	-230,3
<b>M3</b> .....	<b>-163,5</b>	<b>98,5</b>	<b>147,0</b>
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18			
Mise à jour le 23 août 1995			

## 1. L'extérieur

L'impact de l'évolution de la contrepartie « extérieur » sur la création monétaire a été restrictif en 1994, et l'est demeuré en 1995, quoiqu'avec une moindre intensité, en dépit du fort excédent des transactions courantes. Les non-résidents ont en effet réduit le montant de leurs placements auprès d'agents non financiers résidents, en même temps qu'ils augmentaient leurs dépôts auprès des banques françaises et surtout qu'ils diminuaient leurs engagements auprès de ces mêmes banques.

Le recul de la contrepartie « extérieur », qui atteignait 172,2 milliards de francs en 1994 (après une hausse de 393,9 milliards l'année précédente), s'est légèrement atténué au premier trimestre de 1995 (– 102,3 milliards). Cette dernière évolution recouvre une augmentation des avoirs nets en or et devises de la Banque de France de 32,6 milliards de francs et une diminution des créances nettes des autres institutions financières (établissements de crédit et OPCVM) sur les non-résidents de 134,9 milliards.

Ainsi, après avoir représenté le principal facteur de création monétaire en 1993, la contrepartie « extérieur » a eu un impact négatif sur la variation annuelle de M3 en 1994 et au début de 1995. Sa contribution à la variation de cet agrégat, c'est-à-dire son taux de croissance pondéré par son poids dans M3, a été de – 3,4 points sur + 1,9 point au total, après + 7,5 points pour une baisse de M3 de 3,1 points en 1993. Toutefois, à la fin du premier trimestre de 1995, l'impact restrictif de la contrepartie « extérieur » se limitait à – 2 points pour une progression annuelle de M3 de 2,9 points.

## 2. Les créances sur l'État

La progression soutenue des créances sur l'État détenues par les institutions financières en 1994 (402,9 milliards de francs) s'est quelque peu infléchie au premier trimestre de 1995 (313,4 milliards sur les douze mois se terminant à fin mars).

Néanmoins, la contribution de cette contrepartie à la croissance monétaire est demeurée fortement expansive, atteignant 6,2 points sur 2,9 points à fin mars 1995, après 7,9 points pour un total de 1,9 point en 1994.

### 3. Les créances sur l'économie

La baisse de l'encours des créances des institutions financières sur l'économie, particulièrement rapide en 1994 (- 329,6 milliards de francs, après une diminution de 112 milliards en 1993) s'est limitée à seulement 139,5 milliards sur un an à la fin du premier trimestre de 1995. Après le repli observé en 1994 (- 87,4 milliards de francs), l'évolution des crédits est en effet redevenue positive, de 12,1 milliards de francs en un an, à la fin du premier trimestre 1995. La contraction très marquée de l'encours des titres détenus par les institutions financières (242 milliards de francs en 1994) s'est, pour sa part, sensiblement atténuée à la fin du premier trimestre de 1995 (151,6 milliards sur les douze derniers mois).

Au total, l'effet restrictif de cette contrepartie sur la variation de M3 s'est sensiblement affaibli. Il s'est établi à - 2,8 points sur 2,9 points pour les douze mois se terminant à fin mars 1995, alors qu'il avait été de - 6,4 points, pour une progression de M3 de 1,9 point, en 1994.

#### 3.1. Les crédits à l'économie

Après s'être replié de 1,3 % en 1994, l'encours des crédits à l'économie accordés par l'ensemble des établissements de crédit a recommencé à progresser au premier trimestre de 1995 (+ 0,3 % sur douze mois à fin mars). À fin juillet, leur progression annuelle atteignait 0,6 %.

Le recul des crédits consentis aux sociétés, assez marqué fin 1993 et sur le premier semestre 1994, s'est ralenti au cours du second semestre, pour s'établir à - 2,1 % pour l'année 1994 et à - 1,5 % sur douze mois à fin mars 1995 (- 0,4 % à fin juillet).

L'évolution des crédits aux ménages est, quant à elle, restée légèrement positive en 1994 (0,8 %, après 0,3 % en 1993). Le rythme de progression de ces crédits s'est ensuite à peu près stabilisé (0,6 % sur douze mois à fin mars 1995 et 1,1 % à fin juillet).

Les crédits aux « autres agents » (c'est-à-dire pour l'essentiel les organismes de sécurité sociale, les collectivités locales et les sociétés d'assurance) ont eu une évolution assez contrastée d'une année à l'autre (- 4,5 % en 1994, après + 14,0 % en 1993), sous l'effet, principalement, de la variation relativement importante des financements accordés aux organismes de sécurité sociale. Toutefois, ces crédits ont repris leur progression en 1995, au rythme de 5,9 % sur douze mois à fin mars et de 3,2 % à fin juillet.

#### 3.2. Les portefeuilles-titres

La baisse observée en 1993 du portefeuille de titres émis par les agents non financiers résidents autres que l'État et détenus par les établissements de crédit et les OPCVM s'est fortement accélérée en 1994, avec une diminution de 242,3 milliards de francs en 1994 (après - 57,9 milliards en 1993). À la fin du premier trimestre de 1995, l'évolution sur douze mois de cet encours (- 241,7 milliards) restait du même ordre de grandeur qu'en 1994.

#### 4. L'épargne contractuelle et les ressources stables nettes

Ces deux éléments du passif des institutions financières, à caractère non monétaire, viennent en déduction de l'ensemble des autres contreparties.

Les ressources non monétaires des institutions financières constituées d'avoirs recensés dans l'agrégat P1 (plans d'épargne-logement, plans d'épargne populaire...) ont enregistré une progression de 125,8 milliards de francs en 1994 et de 124,2 milliards sur douze mois à la fin du premier trimestre de 1995, leur incidence restrictive sur la croissance de M3 ressortant ainsi à -2,5 points pour une croissance de M3, de 1,9 point en 1994 et de 2,9 points à fin mars 1995.

Le montant des « ressources stables nettes » des institutions financières (ressources de type obligataire et fonds propres nets) s'est contracté de 183,7 milliards de francs en 1994 et de 230,3 milliards de francs au premier trimestre de 1995, à la suite des mouvements de rachat et de la baisse des valeurs liquidatives qui ont affecté les OPCVM de long terme. De ce fait, leur évolution a « expliqué » la progression de M3 à hauteur de 3,6 points sur 1,9 point en 1994 et de 4,6 points sur 2,9 points (sur douze mois) à la fin du premier trimestre de 1995.

## ANNEXE 1

### CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTES CONTREPARTIES À LA CROISSANCE DE M3

(parts dans la progression annuelle de M3)

	Fin 1993	Fin 1994	Fin mars 1995	Encours à mars 1995 (en milliards de francs)
Extérieur.....	7,5	-3,4	-2,0	415,4
Créances sur l'État.....	3,5	7,9	6,2	1 900,9
Créances sur l'économie.....	-2,1	-6,4	-2,8	7 329,0
Épargne contractuelle (à déduire).....	3,4	2,5	2,5	1 103,3
Ressources stables nettes (à déduire).....	10,9	-3,6	-4,6	3 134,0
Provisions sur créances douteuses (à déduire).....	0,9	0,5	0,4	243,2
Divers nets.....	3,2	3,2	-0,2	10,0
<b>M3.....</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5 174,9</b>

Source et réalisation : Banque de France  
DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 28 18

Mise à jour le 23 août 1995

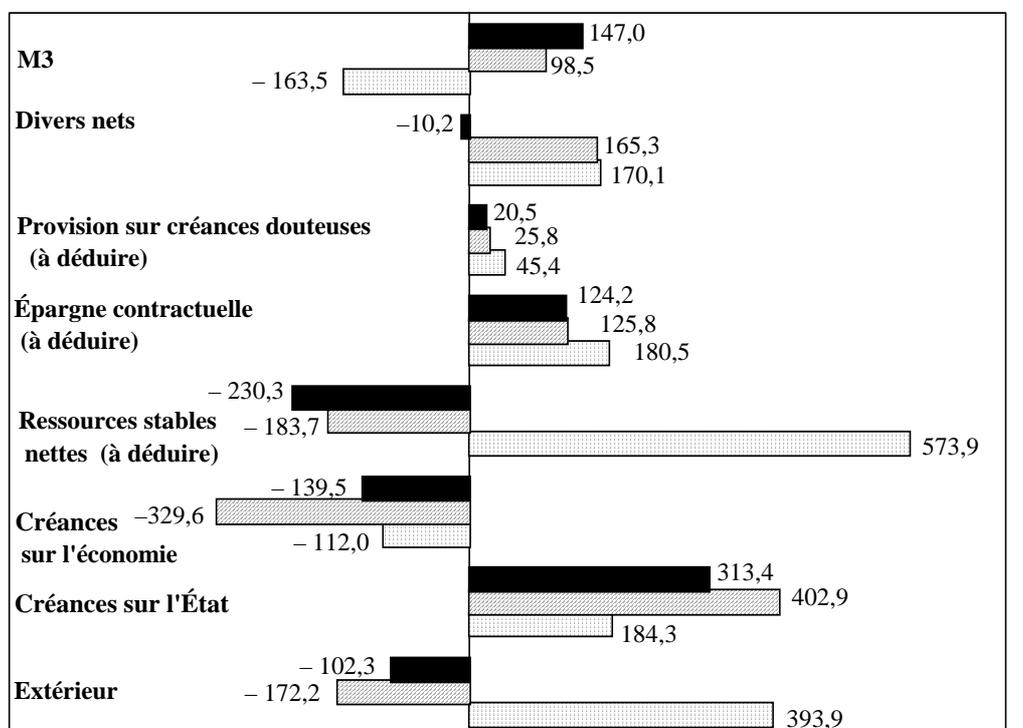
### ÉVOLUTION DES CONTREPARTIES DE M3

variations sur douze mois en milliards de francs

fin 1993

fin 1994

fin mars 1995



## MÉTHODOLOGIE

### Les composantes des contreparties de M3

#### 1. L'extérieur

Les variations de la contrepartie « extérieur » et les mouvements de masse monétaire qui en sont la conséquence trouvent leur origine dans les flux de règlements entre agents non financiers résidents et agents non résidents retracés par la balance des paiements.

C'est ainsi que :

- un déficit commercial induit, toutes choses égales par ailleurs, une diminution des encaisses des résidents et *vice versa* ;
- un accroissement de l'endettement extérieur des résidents non financiers augmente leurs avoirs.

Ces opérations entre résidents et non-résidents ont toutes une incidence sur la position nette des institutions financières vis-à-vis des non-résidents, qui enregistre un crédit chaque fois qu'un résident bénéficie d'un règlement de non-résident, et un débit lorsque, à l'inverse, un résident transfère une somme à un non-résident.

La position nette des institutions financières vis-à-vis des non-résidents constitue la contrepartie « extérieur ». On distingue en son sein :

- les avoirs nets en or et devises de la Banque de France,
- la position nette des autres institutions financières vis-à-vis des non-résidents.

Les autres institutions financières — établissements de crédit et assimilés, et OPCVM — ne limitent pas leur activité à leur relation avec les seuls agents non financiers résidents. Elles détiennent aussi des créances sur les non-résidents — sous forme de crédits ou d'avoirs en compte dans des banques non résidentes ainsi que de titres émis par les non-résidents — et ont, symétriquement, des engagements envers eux.

L'excédent de leurs créances sur leurs engagements envers les non-résidents représente les créances nettes des institutions financières sur l'extérieur. Ces créances nettes constituent, au même titre que les avoirs nets en or et en devises de la Banque de France, une des composantes de la contrepartie « extérieur » de la masse monétaire. En effet, les transactions de leurs clients résidents avec les non-résidents affectent simultanément les comptes de ces clients (et donc la masse monétaire) et le montant des créances nettes des institutions financières vis-à-vis de leurs correspondants non résidents.

## 2. Les créances sur l'État

Cette contrepartie mesure l'incidence monétaire de la couverture du besoin de financement de l'État. Elle regroupe :

- les titres d'État, bons du Trésor négociables ou obligations, acquis par les institutions financières, y compris ceux vendus à réméré ou donnés en pension aux agents non financiers ;
- les autres créances nettes sur l'État (monnaies divisionnaires, circuits du Trésor, net des comptes à la Banque de France).

## 3. Les créances sur l'économie

Cette contrepartie regroupe les financements consentis par les institutions financières aux agents non financiers résidents. Elle comprend les crédits distribués par les établissements de crédit et les titres émis par des agents non financiers qu'ils ont acquis (hors ceux qui sont émis par l'État, repris dans la contrepartie « créances sur l'État »).

Les crédits comprennent :

- les crédits *stricto sensu*,
- les avances, parts et comptes courants d'associés dans les sociétés immobilières de promotion,
- les effets à l'encaissement à crédit immédiat,
- les immobilisations de crédit-bail et les opérations de location avec option d'achat,
- les opérations de location simple, exercées à titre complémentaire,
- les prêts participatifs.

La rubrique « titres » inclut :

- les valeurs mobilières émises par des agents non financiers autres que l'État (obligations, actions et assimilées),
- les billets de trésorerie ainsi que les BMTN émis par les entreprises.

En 1994, le suivi statistique des crédits a été modifié afin de mieux retracer la distribution effective des concours à l'économie.

En premier lieu, les statistiques sur les crédits sont désormais établies provisions incluses<sup>1</sup>, afin de mieux appréhender la création monétaire qui résulte de la distribution des crédits.

De plus, le développement récent d'opérations de défaisance, par lesquelles des établissements de crédit cèdent certains de leurs actifs (essentiellement des prêts) à une structure spécifique, rend plus difficile le suivi de la distribution des crédits.

Aussi, l'analyse sur l'évolution des crédits est-elle conduite à partir de taux de variation qui ont été redressés afin de tenir compte des opérations de défaisance intervenues au cours de la période observée (à la différence du cas précédent concernant les provisions, les encours ne sont pas corrigés car les actifs cédés ne figurent plus, par définition, au bilan des établissements concernés).

<sup>1</sup> Les séries statistiques ont fait l'objet de rétropolations.

#### **4. *L'épargne contractuelle et les ressources stables nettes des institutions financières***

Pour retrouver le montant de la masse monétaire, il faut déduire des contreparties précédentes, qui figurent à l'actif des bilans des institutions financières, les ressources non monétaires de ces dernières, qui figurent à leur passif. Il s'agit de *l'épargne contractuelle* (plans d'épargne-logement, plans d'épargne populaire, livrets d'épargne-entreprise et contrats auprès des sociétés de crédit différé) et des *ressources stables nettes des institutions financières*, constituées :

- des emprunts obligataires émis sur le marché intérieur ;
- des emprunts participatifs (nets des prêts participatifs), des capitaux propres nets, calculés en faisant la balance des fonds propres (capital et dotation, réserves, provisions, report à nouveau — s'il est positif —, titres participatifs et dette subordonnée, d'une part, et des immobilisations, titres de participations ou de filiales, frais d'établissement, report à nouveau — s'il est négatif —, d'autre part) ;
- des parts de fonds communs de créances à plus de 5 ans et des parts spécifiques ;
- des titres d'OPCVM autres que monétaires.

#### **5. *Les divers nets***

Un poste « divers » retrace enfin le solde de tous les postes de bilan non retenus au titre des composantes des contreparties de M3. Son contenu est donc hétérogène et sa signification économique limitée.

# ESTIMATION D'UNE STRUCTURE PAR TERME DES TAUX D'INTÉRÊT SUR DONNÉES FRANÇAISES

La structure par terme des taux d'intérêt, à savoir la relation entre les durées des placements et des emprunts et les taux d'intérêt qui leur sont associés, est utilisée tant par les opérateurs des marchés financiers que par les économistes. Les premiers cherchent à détecter des produits financiers sur- ou sous-évalués tandis que les seconds s'intéressent aux anticipations de taux d'intérêt. Cette différence d'utilisation s'est traduite par des méthodes de mesure spécifiques. À la technologie sophistiquée des taux zéro-coupon des salles de marchés s'oppose la mesure plus directe des taux de rendement actuariels des économistes. On montre ici que les deux approches conduisent à des résultats quantitativement assez proches. Cependant, l'avantage relatif de l'estimation d'une courbe de taux zéro-coupon réside dans la souplesse de son utilisation et dans

la capacité d'en déduire les taux à terme implicites. Cet avantage semble être de plus en plus reconnu car il permet de représenter les anticipations des marchés. Cet article présente les travaux réalisés à la Banque de France dans cette optique et la méthode choisie pour construire les courbes de taux zéro-coupon qui seront désormais publiées dans le chapitre 5.1.4. de chaque numéro du *Bulletin de la Banque de France*.

ROLAND RICART  
PIERRE SICSIC

*Direction des Études économiques et de la Recherche*<sup>1</sup>  
*Service d'Études macroéconomiques sur la France*

<sup>1</sup> Antoine Frachot et Anne-Marie Rieu ont participé au travail dont cet article rend compte.

## 1. Notations et définitions

### 1.1. Bon et taux zéro-coupon

La construction d'une structure par terme des taux d'intérêt fait le plus souvent référence à la notion de bon zéro-coupon <sup>1</sup>. Un bon zéro-coupon de maturité  $m$ , noté  $B(t, m)$ , correspond à la valeur aujourd'hui (en  $t$ ) d'un franc payé dans  $m$  périodes, sans paiements intermédiaires. Le rendement implicite associé à ce bon représente le taux d'intérêt, noté  $y(t, m)$ , d'un bon zéro-coupon <sup>2</sup>. Une relation simple lie le bon à son taux, ce qui permet de travailler indifféremment sur l'un ou l'autre. Cette relation prend deux formes selon qu'elle est écrite en temps discret (1a) ou continu (1b). À un instant donné, la structure par terme des taux d'intérêt se définit comme la valeur prise par  $y(t, m)$  pour différentes valeurs de  $m$ . Cependant, pour un prix donné, le taux de rendement du bon zéro-coupon est différent suivant le mode de calcul retenu. Sur la base d'un développement limité d'ordre deux, on montre que l'écart entre les taux discrets ( $y_d$ ) et continus ( $y_c$ ) est de l'ordre de la moitié du carré du taux discret (1c). Dans la mesure où les calculs en temps continu sont plus simples, c'est cette représentation qui est utilisée par la suite. Néanmoins, dans les graphiques présentés plus bas les taux zéro-coupon sont calculés sous forme discrète, afin de permettre la comparaison avec les données de taux d'intérêt habituellement observées sur les marchés.

$$(1a) \text{ temps discret : } B(t, m) = \frac{1}{(1 + y_d(t, m))^m}$$

$$(1b) \text{ temps continu : } B(t, m) = \exp(-my_c(t, m))$$

$$(1c) \quad y_d - y_c \cong \frac{y_d^2}{2}$$

### 1.2. Taux à terme

Le taux à terme à la date  $t$ , pour la date future  $t + n$ , à l'échéance  $t + m$  ( $m > n$ ), est par définition le rapport de l'opération double, à la date  $t$ , comprenant l'achat d'un bon zéro-coupon d'échéance  $t + m$ , et la vente d'un bon zéro-coupon d'échéance  $t + n$ . On appelle ce taux à terme, noté  $f(t, n, m)$ , le taux à terme « en  $t$  à  $m$  (périodes) pour  $t + n$  (dans  $n$  périodes) ». La limite de ce taux quand  $n$  tend vers  $m$ , noté  $f(t, m)$ , s'interprète comme le taux à terme instantané.

$$(2) \quad f(t, n, m) = -\log \left( \frac{B(t, m)}{B(t, n)} \right) \frac{1}{m - n} = \frac{my(t, m) - ny(t, n)}{m - n}$$

Le taux zéro-coupon à une échéance donnée est la moyenne des taux à terme successifs. Algébriquement, en notant  $y(t, ld)$  le taux zéro-coupon en  $t$  d'échéance  $t + ld$ , et  $f(t, id, d)$  le taux à terme en  $t$  pour la date  $t + id$  d'échéance  $t + id + d$ , on a, par définition des taux à terme :

<sup>1</sup> Une présentation détaillée se trouve dans Shiller (1990).

<sup>2</sup> Les taux d'intérêt utilisés sont sous la forme 0,08 pour indiquer un taux de 8 %.

$$(3) \quad y(t, ld) = \frac{1}{l} \sum_{i=0}^{l-1} f(t, id, d)$$

Autrement dit, le taux zéro-coupon à 5 ans ( $l = 5$ ,  $d = 1$  an) est la moyenne des cinq taux suivants : le taux à terme dans 0 à un an (ce taux à terme est évidemment le taux zéro-coupon à un an), le taux à terme à un an dans un, deux, trois et quatre ans. De la même manière, le taux (comptant) à un an ( $l = 4$ ,  $d = 1/4$  d'année) est la moyenne du taux (comptant) à trois mois, et des taux à terme à trois, six et neuf mois. Cette décomposition peut être faite pour une fréquence plus élevée. Il est, par exemple, courant de présenter des courbes de taux à terme instantanés (pour lesquels  $m$  est très petit), le taux zéro-coupon en  $t$  de durée  $m$  est alors la moyenne de ces taux instantanés pour un horizon variant de  $t$  à  $t + m$ . Il est donc équivalent de connaître une courbe de taux zéro-coupon ou une courbe de taux à terme, l'une pouvant se déduire de l'autre. La présentation sous forme de taux à terme offre l'avantage de permettre une lecture des anticipations des marchés pour une date future. Si on s'engage aujourd'hui ( $t$ ) sur un placement de durée  $m$  pour un horizon  $t + n$  ( $n < m$ ) qui aura un rendement de  $y$  (à la date  $t + m$ ), c'est en anticipant que le taux de rendement entre  $t + n$  et  $t + m$  sera proche de  $y$ . L'approche qui identifie le taux à terme et l'anticipation du taux zéro-coupon comptant à venir consiste à admettre que la prime de terme, qui est l'écart entre le taux à terme et l'espérance du taux comptant qui sera en vigueur à l'horizon du terme, est nulle.

### 1.3. Prix et taux de rendement actuariel d'une obligation

Des titres sans coupon sont déjà cotés sur le marché français (BTF, OAT démembrées). Mais le spectre couvert par leur durée de vie résiduelle ou la faible liquidité de leurs marchés rend insuffisante leur utilisation pour construire une gamme complète des taux d'intérêt à une date donnée. La solution retenue consiste alors à extraire des bons avec coupons, comme les obligations, l'information dont on a besoin. On utilise le fait qu'une obligation peut s'interpréter comme un portefeuille de bons zéro-coupon. La valeur de marché d'une obligation, notée  $P(t, m)$ , de coupon  $c$ , de durée de vie résiduelle  $m$  années, exprimée en pourcentage du nominal, est égale à la somme actualisée des coupons restant à payer et du capital prêté. Le taux de rendement interne qui permet cette égalisation, noté  $r(t, m)$ , est le taux d'intérêt actuariel.

$$(4) \quad P(t, m) = c \sum_{i=1}^{[m]+1} \frac{1}{(1+r(t, m))^{m-[m]+i-1}} + \frac{100}{(1+r(t, m))^m}$$

où  $[m]$  est la partie entière de  $m$ .

À chaque coupon  $c$  versé en  $t+i-1$  correspond en  $t+m-[m]+i-1$  un bon zéro-coupon  $B(t, m-[m]+i-1)$ , si bien que le prix de l'obligation est égal à une somme de prix de bons zéro-coupon :

$$(5) \quad P(t, m) = c \sum_{i=1}^{[m]+1} B(t, m-[m]+i-1) + 100B(t, m)$$

En principe, il y a une différence entre le taux de rendement actuariel d'une obligation de durée de vie restant à courir  $m$ , et le taux zéro-coupon de durée  $m$ . En effet, une obligation de durée de vie  $m$  peut s'interpréter comme un portefeuille constitué de  $m$  bons zéro-coupon payant un montant égal au coupon à chaque date de tombée, et d'un bon zéro-coupon payant le capital nominal à la date d'échéance de l'obligation. Le rendement actuariel de cette obligation peut donc s'interpréter, *grosso modo*, comme

une moyenne de taux d'intérêt de bon zéro-coupon<sup>1</sup>. Cependant, avec des simulations portant sur différentes structures par terme de taux zéro-coupon (cf. graphique 1 en annexe), on montre que l'écart entre ces deux types de taux reste faible pour des échéances courtes. Pour des maturités inférieures à six ans, la différence entre les deux taux est comprise dans la fourchette de  $\pm 0,1$  point. Le sens de l'écart varie cependant en fonction de la pente de la structure des taux. Dans la mesure où le taux actuariel peut s'interpréter comme une moyenne de taux zéro-coupon, le taux actuariel est inférieur au taux zéro-coupon de même échéance lorsque la structure des taux est ascendante (voir les deux courbes croissantes du graphique 1). Ainsi, à structure des taux donnée, les variations de taux de rendement actuariel sont très proches de celles de taux zéro-coupon puisque l'écart entre taux zéro et taux actuariel varie peu. Au contraire, un renversement de la courbe des taux provoque un changement de signe de l'écart, et l'accroissement des taux actuariels est alors inférieur à celui des taux zéro-coupon (les deux courbes décroissantes du graphique 1 se coupent pour une durée de vie résiduelle proche de 9 ans). Si l'aspect visuel des courbes de taux actuariels ou de taux zéro-coupon n'est pas très différent, l'élaboration de taux zéro-coupon présente cependant un avantage majeur. Comme les taux zéro-coupon peuvent être calculés à toute échéance, ils permettent la détermination des taux à terme qui renseignent sur les anticipations de taux futurs.

## 2. Famille d'interpolation

Le principe de l'estimation des bons zéro-coupon consiste à donner une spécification analytique à  $B(t, m)$  en fonction de  $m$  et de paramètres puis à estimer ces paramètres à une date donnée.

Il existe plusieurs méthodes pour estimer des courbes de taux zéro-coupon. Leur point de départ est le même : les données du marché ne permettent pas de reconstituer l'ensemble de la gamme des taux pour toutes les échéances ; il est donc nécessaire de contraindre la courbe des taux zéro-coupon à appartenir à une famille particulière de courbes (dite *famille d'interpolation*) avec un nombre raisonnable de paramètres à estimer. Cette famille d'interpolation doit être suffisamment grande pour contenir les principales formes caractéristiques de la gamme des taux (courbes des taux ascendantes, inversées, concaves, convexes...) mais être en même temps suffisamment restreinte pour pouvoir trouver rapidement celle qui s'ajuste le mieux à nos données à un instant précis.

Deux approches sont possibles pour préciser cette famille. La première repose sur des modèles d'équilibre où les agents maximisent leur utilité alors que la seconde est sans fondement théorique et vise à reproduire l'allure de la courbe de taux avec le moins de paramètres possible. Le choix entre ces deux voies dépend de l'utilisation que l'on souhaite faire de cette courbe. Ainsi, lorsque cette courbe doit être utilisée par des financiers pour détecter sur un marché les titres obligataires sur- ou sous-évalués ou pour évaluer des produits dérivés (options, contrats à terme...), la première voie est préférable car elle repose sur des modèles qui proposent une méthodologie cohérente d'évaluation des actifs dérivés. En revanche, si on souhaite seulement disposer de l'allure générale de la courbe à des fins d'analyse économique, alors il est raisonnable de se concentrer sur la seconde voie décrite.

<sup>1</sup> Rappelons que la relation entre :

- le prix en  $t$  d'une obligation de coupon  $c$ , et de durée de vie restant à courir  $m$  années, c'est-à-dire d'échéance  $t + m$  ;
- le taux de rendement actuariel  $r$  de cette obligation ;
- les taux zéro-coupon  $y(t, i)$ , quand ils sont définis en temps discret, est :

$$P(t, m) = c \sum_{i=1}^{[m]+1} \frac{1}{(1+r(t, m))^{m-[m]+i-1}} + \frac{100}{(1+r(t, m))^m} = c \sum_{i=1}^{[m]+1} \frac{1}{(1+y(t, i))^{m-[m]+i-1}} + \frac{100}{(1+y(t, m))^m}$$

Le membre du milieu de cette relation correspond à la définition de la cotation d'une obligation. Le taux de rendement associé ( $r$ ) est constant. Le membre de droite s'analyse comme un portefeuille de bons zéro-coupon d'échéances différentes. À chaque bon est associé un taux de rendement ( $y$ ) spécifique. Le taux de rendement actuariel peut donc s'interpréter comme une moyenne de taux de rendement de bon zéro-coupon.

Quelle que soit l'orientation choisie *a priori*, des critères relativement simples doivent néanmoins permettre de faire une sélection parmi ces deux groupes. On cherche, en effet, une fonction dont le nombre de paramètres à estimer reste raisonnable et dont la forme est suffisamment souple pour pouvoir s'adapter à des configurations de marché très différentes. On souhaite aussi que la courbe obtenue soit relativement lisse pour faciliter la lecture des taux à terme. Compte tenu de ces critères, les familles d'interpolation issues de modèles théoriques ne sont pas satisfaisantes. Des comportements numériques erratiques et des durées d'estimation relativement longues rendent leur interprétation et leur utilisation souvent difficiles<sup>1</sup>. On préfère donc retenir une fonction issue de la voie pragmatique.

Parmi ces fonctions, plusieurs spécifications sont disponibles. Les tests réalisés montrent cependant que la fonction proposée par Nelson et Siegel (1987) répond à la plupart des critères invoqués. Le point de départ consiste à supposer que le taux à terme est la solution d'une équation différentielle du deuxième ordre qui prend la forme suivante :

$$(6) \quad f(t, m, \alpha) = \mu_1 + \mu_2 e^{(-m/\tau_1)} + \mu_3 \frac{-m}{\tau_1} e^{(-m/\tau_1)}$$

où  $\alpha$  est le vecteur de paramètres.

Le taux d'intérêt zéro-coupon se déduit par intégration du taux à terme sur l'intervalle  $[0, m]$  divisée par  $m$ . Cela conduit à la relation (7). Cette expression, tout comme la relation (6), admet deux limites suivant les valeurs extrêmes de  $m$ . Pour une durée de vie égale à zéro,  $y(t, m, \alpha)$  est égal à  $\mu_1 + \mu_2$  qui s'analyse comme un taux court au comptant. Il est alors facile, pour l'estimation, de contraindre la fonction à passer par le taux court observé. Lorsque la durée de vie résiduelle tend vers l'infini, le taux zéro-coupon tend vers le paramètre  $\mu_1$  qui correspond au taux long. Ainsi, par construction, le taux zéro-coupon, comme le taux à terme instantané, tend vers une asymptote horizontale quand le terme de l'échéance tend vers l'infini. Connaissant la forme du taux zéro-coupon, on déduit le prix associé, en temps continu, à partir de la relation (1b).

$$(7) \quad y(t, m, \alpha) = \mu_1 + \mu_2 \frac{1 - e^{(-m/\tau_1)}}{m/\tau_1} + \mu_3 \left( \frac{1 - e^{(-m/\tau_1)}}{m/\tau_1} - e^{(-m/\tau_1)} \right)$$

La relation (7) permet de représenter une large gamme de configurations de la structure par terme des taux d'intérêt. À titre d'exemple, pour le cas extrême où les taux d'intérêt à court et long terme sont de 10 % ( $\mu_1 = \mu_1 + \mu_2 = 0,1$ ) et pour  $\tau_1$  égal à un, la relation (7) dépend uniquement du paramètre  $\mu_3$ . En prenant pour ce dernier cinq valeurs comprises entre  $-0,2$  et  $0,2$ , on obtient des structures par terme des taux d'intérêt très différentes alors que la pente moyenne des taux est nulle (cf. graphique 2 en annexe). Ce large éventail de configurations possibles se retrouve aussi dans les séries de taux à terme, permettant de représenter des anticipations de nature très variées. De surcroît, cette spécification permet de calculer des taux à terme « lisses » correspondant à l'idée usuelle qu'on peut avoir des anticipations formées sur les marchés financiers<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Voir par exemple Dahlquist et Svensson (1993) ou Brown et Dybvig (1986)

<sup>2</sup> Les méthodes alternatives comme celles proposées par McCulloch (1971) ou Vasicek et Fong (1982) peuvent conduire à des taux à terme très mouvementés voire négatifs. Pour une comparaison des différentes méthodes consulter Bekdache et Baum (1994).

Les formes de la structure par terme des taux présentent, en période de troubles importants sur les marchés, des configurations parfois complexes pour les maturités très courtes. Pour tenir compte de ces possibilités et pour accroître la flexibilité de la fonction de base, Svensson (1994) a proposé d'ajouter deux paramètres supplémentaires dans l'équation de détermination du taux à terme. La formulation du taux zéro-coupon qui en découle est donnée par la relation (8). Elle présente les mêmes propriétés que la relation (7) pour les valeurs extrêmes de  $m$ . Les deux derniers termes du membre de droite se distinguent uniquement par leurs paramètres ( $\mu_3$  et  $\tau_1$  d'une part,  $\mu_4$  et  $\tau_2$  d'autre part). Leur rôle respectif est de capter les inflexions de la courbe de taux pour des maturités différentes.

$$(8) \quad y(t, m, \alpha) = \mu_1 + \mu_2 \frac{1 - e^{(-m/\tau_1)}}{m/\tau_1} + \mu_3 \left( \frac{1 - e^{(-m/\tau_1)}}{m/\tau_1} - e^{(-m/\tau_1)} \right) + \mu_4 \left( \frac{1 - e^{(-m/\tau_2)}}{m/\tau_2} - e^{(-m/\tau_2)} \right)$$

Un exemple de contribution des quatre composantes de (8) au taux zéro-coupon est présenté dans le graphique 3 en annexe. Les valeurs des paramètres sont les suivantes :  $\mu_1 = 0,1$  ;  $\mu_2 = -0,05$  ;  $\mu_3 = -0,3$  ;  $\mu_4 = 0,5$  ;  $\tau_1 = 1,5$  ;  $\tau_2 = 0,5$ . Le taux long est donc à 10 % et le taux court à 5 %. Le taux zéro-coupon est fortement croissant avec un maximum pour une maturité de 0,7 année. Il décroît par la suite pour remonter lentement pour des maturités supérieures à 4 ans. L'inflexion initiale de la courbe des taux est donnée par le terme additionnel proposé par Svensson (courbe de légende  $c_3$ , paramètres  $\mu_4$  et  $\tau_2$ ) et la remontée des taux au-delà de 4 ans (courbe de légende  $c_2$ , paramètres  $\mu_3$  et  $\tau_1$ ) correspond au troisième terme du membre de droite de (8). Le taux long figuré par une droite (petits pointillés, paramètre  $\mu_1$ ) représente l'asymptote vers laquelle le taux zéro-coupon tend lorsque la maturité augmente. La dernière courbe est la composante tendanciellement croissante du taux zéro-coupon (courbe de légende  $c_1$ , paramètres  $\mu_2$  et  $\tau_1$ ).

### 3. Données utilisées

Les données utilisées pour l'estimation regroupent trois catégories de produits émis par l'État. Les OAT (obligations assimilables du Trésor) en francs et à taux fixe représentent, à partir du milieu des années quatre-vingt, le mode de financement principal avec des produits dont l'échéance à l'émission est comprise entre 7 ans et 30 ans. Les BTAN (bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels) correspondent au financement à moyen terme avec des produits émis pour des durées allant de 2 ans à 5 ans. Les BTF (bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés) sont émis pour des durées inférieures à l'année. La gamme des échéances à l'émission est ainsi très large. Les cotations retenues sont celles du vendredi de chaque semaine. Les OAT d'une durée de vie inférieure à un an ont été supprimées. On constate en effet qu'en deçà de cette durée de vie, la liquidité de ces produits tend à se réduire, ce qui provoque des mouvements parfois heurtés sur les prix. En effet, les arbitrages sur les marchés étant faits sur la base de taux de rendement actuariels, une faible variation de ces derniers a une répercussion très forte sur le cours des actifs lorsque leur durée de vie résiduelle est faible. Un phénomène comparable apparaît pour les BTAN, ce qui conduit à supprimer les produits de durée de vie inférieure à un mois. Enfin, les prix et les taux de rendement actuariels des BTF ont été calculés afin de les rendre homogènes aux données des OAT et des BTAN<sup>1</sup>. Au total, on dispose de près de 50 titres pour chaque date d'observation dont la signature est homogène.

<sup>1</sup> Les taux de rendement des BTF sont habituellement exprimés comme des taux monétaires (dits *in fine*) établis sur la base d'une année de 360 jours.

#### 4. Critère optimisé

Pour chaque date d'observation, le paramètre  $\alpha$  est obtenu en minimisant, avec une méthode d'estimation non linéaire, la somme pondérée du carré des erreurs prises sur les prix de l'ensemble des titres. Les poids sont des facteurs de sensibilité des prix aux taux d'intérêt. Cette fonction s'analyse en fait comme un critère défini sur les taux de rendement actuariels.

La démarche est la suivante. Des relations (8), (1b) et (5), on déduit une expression définissant le prix d'une obligation, noté  $P(t, m, \alpha)$ , en fonction du paramètre  $\alpha$ . Le taux de rendement interne de cette obligation, c'est-à-dire, le taux d'intérêt pour lequel la relation (4) est vérifiée, dépend lui-même de  $\alpha$  et est noté  $r(t, m, \alpha)$ . Dans la mesure où on impose à la structure par terme des taux de passer par le taux court<sup>1</sup> (TC), défini comme le rendement du BTF de durée de vie résiduelle la plus courte dont on dispose, le nombre de paramètres à estimer est réduit à  $\tilde{\alpha} = (TC - \mu_2, \tau_1, \mu_3, \mu_4, \tau_2)$ <sup>2</sup> et la fonction à minimiser peut prendre la forme d'une somme de carré d'erreurs sur les taux d'intérêt. Ce critère est plus exigeant que celui qui repose sur la minimisation des prix en raison de la forte non-linéarité entre prix et taux pour des produits dont la durée de vie résiduelle est faible. En effet, une erreur d'estimation sur le prix se reporte sur le taux d'autant plus fortement que la durée de vie est faible. Cette fonction objectif renforce donc la qualité de l'ajustement sur les taux de la partie courte de la structure par terme. Ce choix compense le défaut de l'estimation sur les prix, plus favorable en général à la partie longue de la courbe. Néanmoins, cette démarche présente l'inconvénient de rendre l'estimation relativement longue puisqu'il faut résoudre pour chaque itération un système d'équations non linéaires. On a donc substitué à cette fonction un critère obtenu en prenant une approximation de  $r(t, m, \alpha)$  sur la base d'un développement limité d'ordre un. La fonction effectivement minimisée s'interprète alors comme un critère établi sur les prix à un poids près. Ce dernier représente la dérivée du prix par rapport aux taux d'intérêt actuariels c'est-à-dire la sensibilité des prix aux taux d'intérêt<sup>3</sup>.

$$(9) \quad \text{Min}_{\tilde{\alpha}} \sum_{i=1}^n \left\{ (P_i(t, m) - P_i(t, m, \tilde{\alpha})) / \Phi_i \right\}^2$$

où

$$\Phi_i = \frac{\partial P_i(t, m)}{\partial r_i(t, m)} = c \sum_{i=1}^{[m]+1} \frac{-(m - [m] + i - 1)}{(1 + r_i(t, m))^{m - [m] + i}} - \frac{100m}{(1 + r_i(t, m))^{m+1}}$$

D'une manière plus pratique, compte tenu du nombre de coefficients et du caractère fortement non linéaire de la fonction à optimiser, les paramètres de la relation (8) sont obtenus en deux étapes<sup>4</sup>. On limite ainsi le temps d'estimation et les risques de mauvaises convergences. Dans un premier temps, on procède à l'estimation de la fonction de base proposée par Nelson et Siegel en prenant comme

<sup>1</sup> La contrainte se justifie par le fait qu'on souhaite avoir une estimation précise du début de la courbe des taux. Avec des fonctions d'interpolation plus traditionnelles, cette possibilité est obtenue au prix d'une augmentation du nombre de paramètres à estimer.

<sup>2</sup> La contrainte prend la forme  $\mu_1 + \mu_2 = -\frac{1}{m_0} \log(BTF(t, m_0))$ , où  $BTF(t, m_0)$  est le prix du BTF de durée de vie résiduelle,  $m_0$ , la plus courte pour chaque date d'observation.

<sup>3</sup> Cette pondération est proche du concept de duration (D) :  $D_i = -\Phi_i \frac{(1 + r_i(t, m))}{P_i(t, m)}$ .

<sup>4</sup> Les estimations ont été réalisées avec le logiciel Gauss.

coefficients initiaux des valeurs pouvant convenir à l'ensemble des configurations possibles de la structure par terme des taux<sup>1</sup>. Après convergence, les résultats sont repris pour servir de valeurs initiales à l'estimation de la fonction de Nelson et Siegel « augmentée ». Les deux paramètres spécifiques à la partie augmentée de la fonction, non disponibles dans la première étape, sont initialisés avec 0 et 1 (respectivement pour  $\mu_4$  et  $\tau_2$ ). Cette procédure permet pour la deuxième étape de partir de valeurs dont on peut supposer qu'elles sont proches des vrais paramètres du modèle. À l'issue de ces estimations, on vérifie que la structure des taux d'intérêt observée justifie l'utilisation de la relation (8) plutôt que la relation (7).

## 5. Exemple de graphique de résultats

Une fois les paramètres estimés, il est possible de construire, simplement les courbes de taux. La courbe de taux zéro-coupon est obtenue en deux temps. Dans une première étape, on calcule le prix d'un bon zéro-coupon sur la base de la relation (1b) définie en temps continu. Dans un second temps, on détermine les taux de rendement actuariels en temps discret associés, avec la relation (10).

$$(10) \quad y_d(t, m) = \left( \frac{1}{B(t, m)} \right)^{1/m} - 1$$

Le taux à terme se déduit de la comparaison du rendement d'un bon zéro-coupon à deux échéances différentes. Si on appelle  $k$  la durée de placement, définie en  $t$  pour la période allant de  $t + m$  à  $t + m + k$ , le taux à terme en temps discret résulte alors de la relation (11). La courbe des taux à terme, en temps discret, se calcule donc pour une valeur de  $k$  donnée en faisant varier  $m$ .

$$(11) \quad f_d(t, m, k) = \left( \frac{B(t, m)}{B(t, m + k)} \right)^{1/k} - 1$$

Le graphique 4 en annexe présente les résultats de ces calculs pour le 31 décembre 1993. Les taux d'intérêt zéro-coupon sont en trait plein, les taux à terme au jour le jour en pointillés longs. On montre sur ce même graphique les taux de rendement actuariels observés sur les différents produits (BTF, BTAN et OAT) ainsi que les taux actuariels recalculés sur la base des paramètres estimés, ce qui permet d'avoir une idée de la qualité de l'ajustement.

## 6. Conclusion

Le travail qui a été présenté permet à la Banque de France de disposer de données sur la structure des taux d'intérêt en France ou, ce qui est équivalent, sur les taux à terme implicites. Des graphiques de taux zéro-coupon seront désormais publiés régulièrement dans le chapitre 5.1.4. du *Bulletin de la Banque de France*. Une étude à paraître dans le supplément « Études » du *Bulletin* du quatrième trimestre présentera les différents avantages de l'utilisation d'une courbe de taux telle qu'elle a été décrite et l'utilisation qui peut en être faite sur quelques exemples simples.

<sup>1</sup> Ces valeurs initiales, constantes quelle que soit la date d'estimation, ont été obtenues en testant différentes possibilités de telle sorte que le nombre de non-convergence sur la période allant de 1992 à la fin de 1994 soit le plus faible possible. L'expérience montre que cette stratégie est supérieure à celle consistant à prendre pour valeurs initiales à la période  $t$  les valeurs obtenues à la période  $t - 1$ .

## Références bibliographiques

Bekdache B. and Baum C. F. (1994), « Comparing Alternative Models of the Term Structure of Interest Rates », Boston College, Working paper, N° 271.

Brown S. J. and Dybvig P. H. (1986), « The Empirical Implication of the Cox, Ingersol, Ross Theory of the Term Structure of Interest Rates », *Journal of Finance*, 41.

Dahlquist M. and Svensson L. E. O. (1993), « Estimating the Term Structure of Interest Rates with Simple and Complex Functional Forms : Nelson & Siegel vs. Longstaff & Schwartz », mimeo, Institute for International Economic Studies, Stockholm University.

Mc Culloch J. H. (1971), « Measuring the Term Structure of Interest Rates », *Journal of Finance*, 30.

Nelson C. R. and Siegel A. F. (1987), « Parsimonious Modeling of Yield Curves », *Journal of Business*, 60.

Shiller R. J. (1990), « The Term Structure of Interest Rates », *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, B. Friedman and F. H. Hahn (eds.).

Svensson L. E. O. (1994), « Estimating and Interpreting Forward Interest Rates : Sweden 1992-4 », CEPR, *Discussion Paper Series*, N° 1051.

Vasicek O. A. and Fong H. G. (1982), « Term Structure Modeling Using Exponential Splines », *Journal of Finance*, 37.

**ANNEXE**

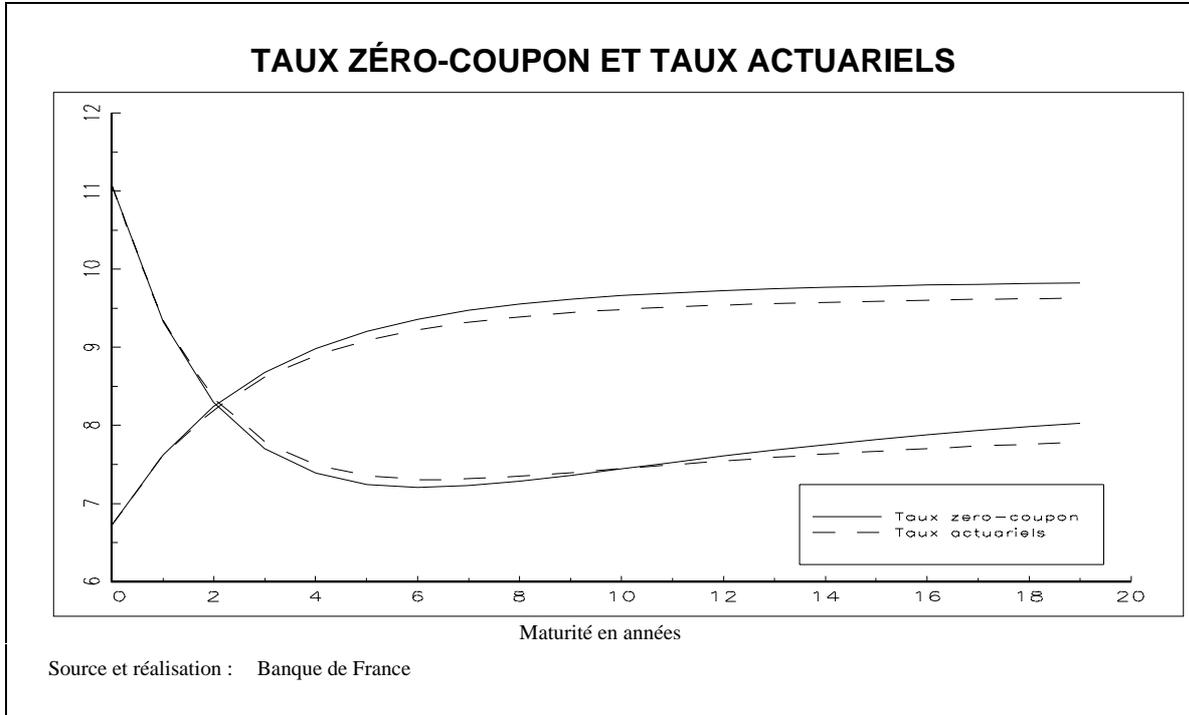
Graphique 1 : Taux zéro-coupon et taux de rendement actuariels.

Graphique 2 : Différentes configurations du taux zéro-coupon de Nelson-Siegel.

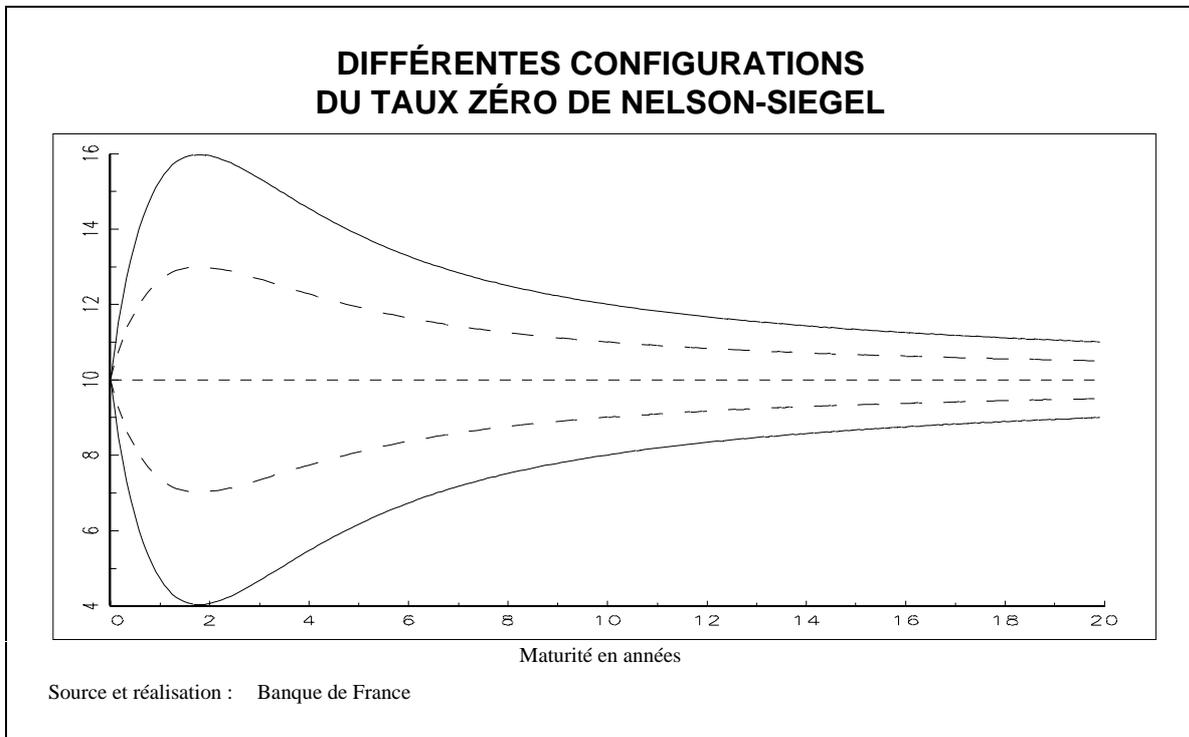
Graphique 3 : Décomposition du taux zéro-coupon de Nelson-Siegel augmenté.

Graphique 4 : Taux de rendement actuariels, taux zéro-coupon et taux à terme au jour le jour au 31 décembre 1993.

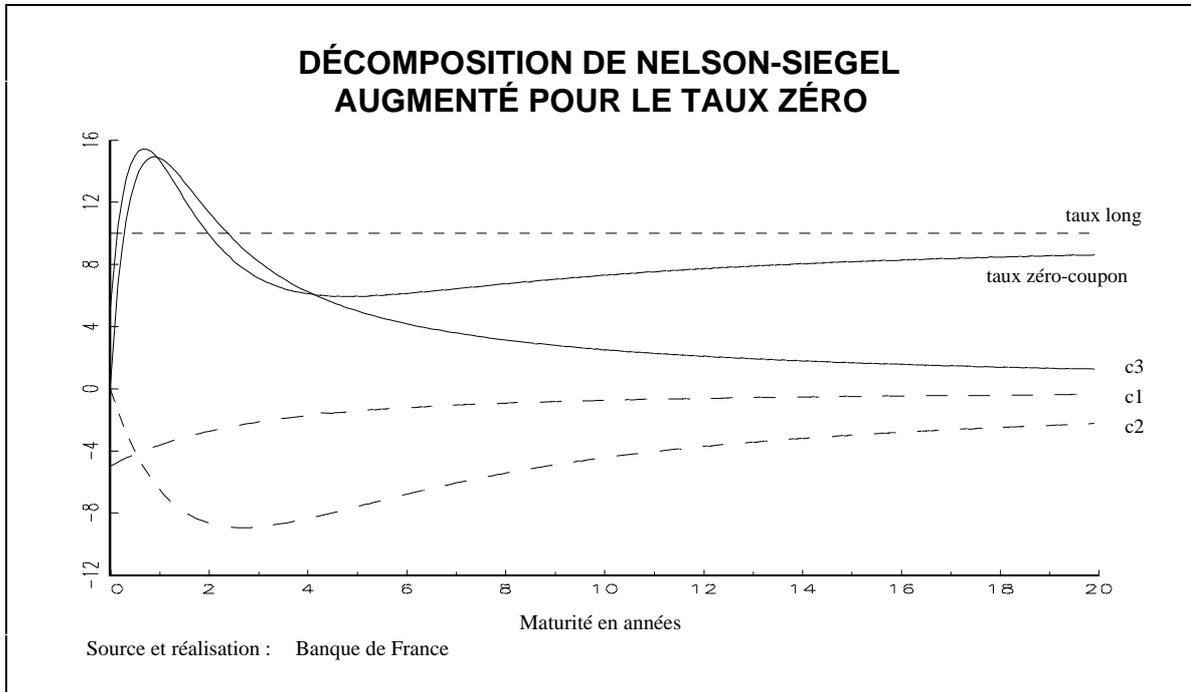
Graphique 1



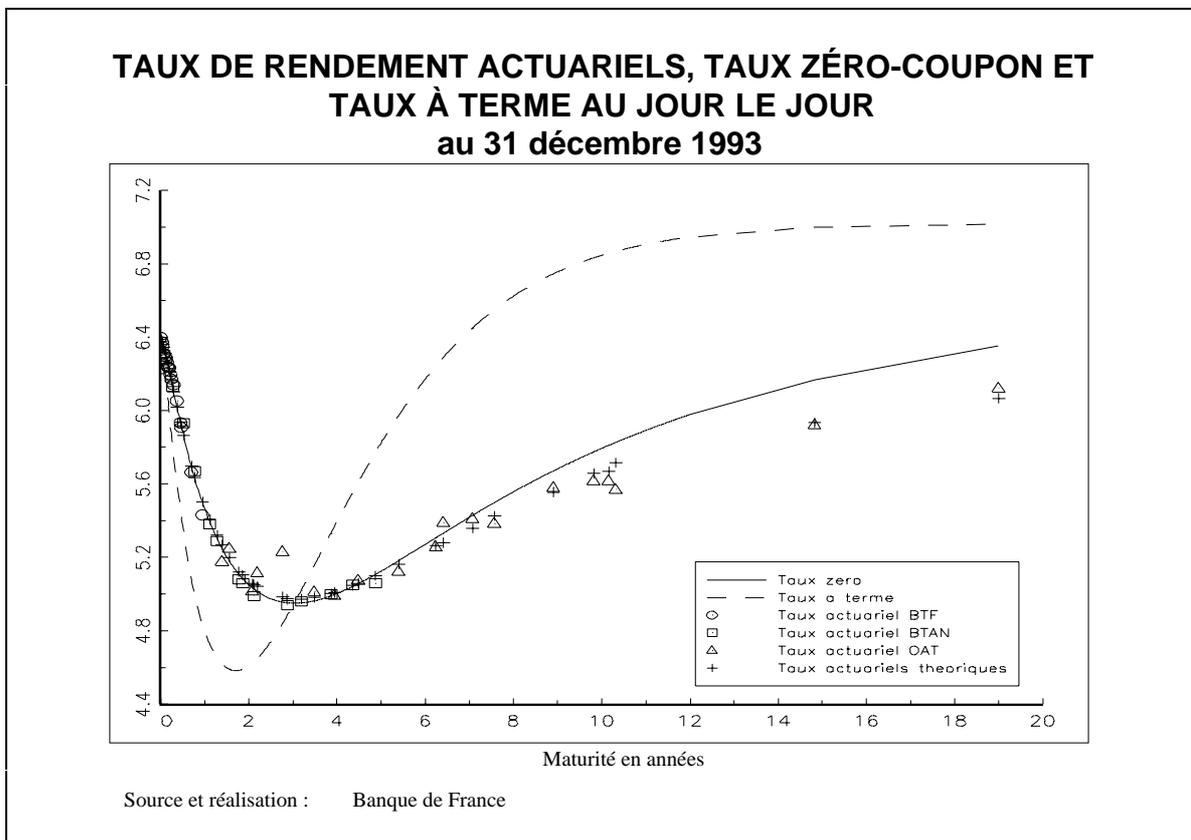
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



# LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE EUROPÉENNE <sup>1</sup>

À l'heure de l'internationalisation croissante des activités bancaires et de la recherche par les autorités des principaux pays d'une harmonisation des règles de fonctionnement et des méthodes de surveillance, il paraît utile de s'attacher à connaître la réglementation communautaire applicable au secteur bancaire et à comprendre comment elle est élaborée, comment elle est mise en œuvre et comment elle évolue.

PIERRE-HENRI CASSOU

*Secrétariat général du Comité de la réglementation bancaire*

Depuis vingt ans, l'Union européenne a adopté une série de directives pour harmoniser les conditions d'exercice des activités bancaires dans les différents États membres. Pris ensemble, les textes en vigueur équivalent à une véritable législation bancaire communautaire, puisqu'ils fixent des principes dans la plupart des domaines que couvre une loi bancaire dans un pays donné. Pour autant, les observateurs extérieurs continuent généralement à s'intéresser d'abord aux réglementations en vigueur dans chacun des États membres et ne cherchent guère à analyser les dispositions communes à l'ensemble de l'Union européenne.

À l'heure de l'internationalisation croissante des activités bancaires, au moment également où les autorités des principaux pays cherchent à harmoniser les règles de fonctionnement et les méthodes de surveillance, il paraît au contraire utile de s'attacher à connaître la réglementation communautaire et à comprendre comment elle est élaborée, comment elle est mise en œuvre et comment elle évolue. Trois facteurs expliquent l'intérêt d'une telle approche : la réglementation communautaire s'applique à des établissements particulièrement importants, qui possèdent environ 38 % de l'ensemble des actifs bancaires mondiaux ; elle résulte de l'expérience de pays aux traditions et aux cultures très diverses ; enfin, elle est d'une conception beaucoup plus récente que les législations bancaires de nombreux pays non européens et est donc probablement beaucoup mieux adaptée aux conditions actuelles d'exercice des activités bancaires.

<sup>1</sup> Cette étude reprend de larges extraits de l'exposé de Pierre-Henri Cassou, secrétaire général du Comité de la réglementation bancaire, devant l'Association des banques de Turquie, à Istanbul, le 18 septembre 1995.

On évoquera successivement, dans les quatre parties ci-après :

- les objectifs, les principes et les méthodes de la réglementation européenne,
- les principales dispositions actuellement en vigueur,
- les conséquences que l'harmonisation communautaire a déjà entraînées sur les activités et les systèmes bancaires des États membres,
- les perspectives futures d'évolution de la réglementation européenne.

## 1. Objectifs, principes et méthodes de la réglementation bancaire européenne

L'élaboration d'une réglementation bancaire communautaire est l'un des aspects de la construction progressive de l'Union européenne.

### 1.1. Les objectifs de la réglementation bancaire communautaire

Depuis la signature du traité de Rome en 1957, la Communauté européenne s'est notamment donné pour but de réaliser un marché commun, en commençant par les marchandises. Dans les années soixante et soixante-dix, de nombreuses dispositions ont ainsi été adoptées pour supprimer les divers obstacles aux échanges de produits agricoles et industriels, tels que les droits de douane, les contingents ou les normes nationales.

Ces efforts ont été couronnés de succès, comme le prouvent le développement considérable des échanges commerciaux intra-communautaires et le comportement des consommateurs des États membres, qui ne s'intéressent plus à l'origine géographique des produits qu'ils achètent, mais seulement à leur qualité et à leur prix.

Mais, durant les vingt-cinq premières années du Marché commun, peu de mesures ont été prises pour libérer les échanges de services et les mouvements de capitaux. Jusqu'au milieu de la dernière décennie, les marchés nationaux restaient encore relativement cloisonnés et des différences importantes subsistaient entre les différents pays tant en matière de types de services offerts que de prix pratiqués. Tel a été le constat fait en 1985 dans le Livre blanc publié par la Commission européenne. Conformément aux recommandations formulées dans ce document, les États membres ont alors décidé, dans l'Acte unique adopté en 1986, de réaliser, le 1<sup>er</sup> janvier 1993, un véritable marché unique, où serait garantie la libre circulation des marchandises, des services, des capitaux et des personnes.

Dans le domaine des services, la liberté des échanges n'exige pas seulement la suppression des obstacles existants. Elle implique également une harmonisation suffisante des conditions de base qui régissent leur offre. Or, les services bancaires, plus encore que tous les autres types de services, sont soumis dans tous les pays à un ensemble important de règles, destinées notamment à garantir la stabilité du système bancaire, à protéger les intérêts de la clientèle ou encore à assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement. La réalisation, le 1<sup>er</sup> janvier 1993, d'un marché unique dans le domaine bancaire impliquait donc une harmonisation minimale des réglementations nationales. Une base commune (« *level playing field* ») devait ainsi être créée, afin d'assurer à la fois le libre exercice des activités dans tous les États membres et une égalité minimale des conditions de concurrence entre établissements. Simultanément, des dispositions devaient être prises pour éviter un relâchement général des contraintes (« *competition in laxity* ») et pour assurer une stabilité suffisante des systèmes bancaires comme une sécurité adéquate de la clientèle.

Le libre accès aux marchés des États membres, la réalisation de conditions équitables de concurrence et l'existence d'un système bancaire solide, stable et efficace, tels sont donc les objectifs auxquels répond l'élaboration de la réglementation bancaire communautaire.

### 1.2. Les principes

Pour définir cette base commune, quelques principes essentiels ont été retenus, dont certains sont particulièrement novateurs. Ces principes sont au nombre de cinq.

– Le premier est celui de la *liberté totale des mouvements de capitaux au sein de l'Union européenne*. Ce principe est désormais pleinement garanti par la directive du 24 juin 1988, qui a exigé la suppression de toutes les restrictions à la libre circulation des capitaux au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 1990. Les États membres étaient en particulier tenus de supprimer toutes les mesures de contrôle des changes existantes et il leur est désormais interdit d'en adopter de nouvelles, sauf circonstances exceptionnelles.

– Le deuxième est celui de la *liberté d'établissement*. Tout établissement de crédit agréé dans un État membre doit pouvoir implanter une succursale dans un autre État membre, sans devoir demander d'autorisation aux autorités locales.

– Le troisième est celui de la *liberté de prestation de services*. Tout établissement de crédit agréé dans un État membre doit pouvoir proposer ses services à un client situé dans un autre État membre, sans nécessairement y posséder une implantation.

– Le quatrième est celui de la *reconnaissance mutuelle des agréments et des pratiques*. L'exercice des libertés précédentes est ouvert à tous les établissements qui sont régulièrement agréés dans leur pays d'origine. C'est ce que l'on appelle souvent le principe du « passeport unique ».

– Le cinquième principe est enfin celui de la *surveillance par les autorités du pays d'origine*. L'Union européenne n'a pas créé d'organisme communautaire de contrôle bancaire mais, conformément au principe général de subsidiarité, laisse aux autorités nationales la plénitude de leurs compétences.

Les deux derniers principes cités sont, dans l'organisation européenne, tout à fait novateurs. Ils ont été spécialement conçus pour la mise en œuvre du marché unique dans le secteur bancaire. Depuis lors, ils ont progressivement été appliqués dans d'autres types d'activités, par exemple les services financiers ou les assurances.

### 1.3. Les méthodes

Les décisions nécessaires à la mise en œuvre du marché unique prennent la forme de directives qui sont préparées par la Commission européenne, discutées et éventuellement amendées par le Parlement européen, puis définitivement adoptées par le Conseil des ministres, c'est-à-dire par les représentants des gouvernements des États membres. Une fois adoptées, les directives doivent être transposées par chaque État dans son droit interne pour le rendre conforme aux normes communautaires. La procédure d'élaboration et d'adoption des directives s'applique à tous les domaines de décision communautaires, et donc en particulier à celles qui intéressent les activités bancaires.

En ce domaine, il existe néanmoins une disposition particulière : les avant-projets de directives élaborés par les services de la Commission doivent, préalablement à leur présentation à la Commission elle-même, être soumis au Comité consultatif bancaire, instance qui réunit trois représentants de chaque État membre. Cette procédure spécifique présente l'avantage d'apporter aux services de la Commission l'expertise technique dont ils ne disposent pas nécessairement, puisqu'ils n'exercent pas de responsabilité directe en matière de réglementation et de surveillance des activités bancaires. Elle leur donne également un éclairage, plus politique, sur les orientations souhaitées par chaque gouvernement.

S'agissant des méthodes d'élaboration des directives, il est à noter que la réglementation bancaire européenne ne porte que sur les dispositions qui apparaissent nécessaires pour assurer les objectifs d'égalité de concurrence et de stabilité. Elle ne cherche pas à régler tous les détails, mais seulement à harmoniser les règles en vigueur dans l'Union européenne. Conformément au principe de subsidiarité, chaque pays reste responsable de la définition précise de la nature des réglementations applicables sur son territoire ainsi que du choix des moyens de surveillance.

En outre, ces procédures sont très soucieuses de progressivité : toutes les décisions n'ont pas été arrêtées à une seule date et les obligations nouvelles n'entrent pas en vigueur au même moment. Au contraire, la période assez longue, nécessaire à l'élaboration et à l'adoption des textes, ainsi que les délais prévus pour leur transposition en droit national, laissent toujours aux autorités comme aux établissements le temps de s'adapter aux nouvelles exigences.

Il convient enfin de souligner l'effort de transparence des autorités communautaires : les propositions de directives sont publiées dès leur approbation par la Commission et sont donc connues des intéressés longtemps avant leur adoption définitive. En outre, toutes les directives sont précédées de nombreux considérants qui expliquent les objectifs poursuivis comme le contenu des dispositions arrêtées. Les principes rappelés précédemment (cf. 1.2.) figurent ainsi explicitement dans les textes des directives bancaires. Le souci de transparence se reflète également dans la publication régulière, par la Commission, d'un recueil mis à jour de l'ensemble des directives adoptées ou proposées intéressant le secteur bancaire.

## 2. Les principales dispositions actuellement en vigueur

Le dernier recueil de textes communautaires, qui a été publié en novembre dernier, comprend 31 directives actuellement en vigueur et trois propositions. Même si quelques unes de ces directives sont antérieures à la décision de lancer le marché unique, plus de la moitié a été adoptée entre 1987 et 1992, dans la perspective de sa réalisation le 1<sup>er</sup> janvier 1993. Certaines sont plus récentes encore, le travail d'harmonisation n'ayant pas pris fin à cette date. Il faut en outre observer que tous ces textes ne sont certainement pas d'égale importance. Plusieurs ont seulement eu pour objet de modifier des dispositions antérieures, parfois sur des points très limités. Cependant, le nombre même des directives adoptées illustre l'appréciation formulée en introduction, selon laquelle la réglementation bancaire européenne représente maintenant l'équivalent d'une législation nationale.

Il n'est pas envisageable de présenter ici en détail chacune des directives en vigueur. On se limitera à indiquer les principales dispositions qu'elles contiennent. Celles-ci peuvent être classées en cinq domaines : l'accès à la profession et l'organisation des établissements de crédit, leurs règles comptables, les normes prudentielles, les règles de protection de la clientèle ainsi que les principes de surveillance.

### *2.1. L'accès à la profession et l'organisation des établissements de crédit*

La réglementation bancaire européenne concerne les « établissements de crédit », c'est-à-dire « les entreprises dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour compte propre ». Le terme d'établissement de crédit a été choisi de préférence au terme général de banque pour couvrir l'ensemble des entreprises qui effectuent des opérations bancaires, quelle que soit leur forme juridique. Il s'applique donc aux établissements à statut coopératif ou mutualiste ainsi qu'aux établissements à caractère public (caisses d'épargne par exemple) alors que, souvent, le mot banque ne désigne que les établissements constitués sous la forme de sociétés commerciales.

Le choix fait par l'Union européenne permet ainsi de soumettre aux mêmes règles de fonctionnement tous les établissements de crédit, quelle que soit leur forme juridique. Ce choix évite également les distorsions de concurrence que connaissent souvent les pays où existent des législations spécifiques pour chaque catégorie d'établissements.

La réglementation bancaire européenne impose un certain nombre de règles en matière d'accès à la profession et d'organisation permanente des établissements de crédit :

- avant d'exercer leurs activités, les établissements de crédit doivent obtenir l'agrément d'une autorité compétente ;
- la délivrance de cet agrément est subordonnée à diverses conditions, notamment l'existence de fonds propres suffisants, la vérification de la qualité des actionnaires, la présence de deux dirigeants honorables et compétents et la présentation d'un programme satisfaisant d'activité ;
- les établissements doivent disposer en permanence de fonds propres suffisants et de systèmes adéquats de contrôle interne ;
- ils doivent enfin être soumis à la surveillance régulière d'une autorité.

## ***2.2. Les règles comptables***

Les règles comptables jouent un rôle important dans l'appréciation de la qualité d'un établissement de crédit. En outre, la nature des informations qui doivent être publiées est un élément de la concurrence entre banques.

Pour ces raisons, la Communauté a décidé, dès 1986, avant même le lancement du marché unique, d'harmoniser les règles comptables applicables aux établissements de crédit. Cette harmonisation a notamment porté sur les méthodes d'évaluation des diverses catégories de postes de bilan et de hors bilan, le mode de présentation des bilans et des comptes de résultats annuels, les informations qui doivent accompagner les comptes annuels ainsi que leurs conditions de publication.

Les directives européennes imposent également aux établissements de crédit d'établir et de publier des comptes consolidés dès lors qu'ils détiennent des filiales exerçant des activités bancaires ou financières, sur le territoire national ou à l'étranger. Elles définissent le mode de présentation de ces comptes consolidés.

## ***2.3. Les normes prudentielles***

Une harmonisation des normes prudentielles s'imposait à la fois pour des raisons de concurrence et de sécurité. L'Union européenne tient en effet non seulement à ouvrir ses marchés et à intensifier la concurrence, mais également à garantir une stabilité convenable de son système bancaire et une protection suffisante de la clientèle. L'harmonisation engagée en ce domaine a plus particulièrement porté sur quatre points :

- la définition des fonds propres,
- le ratio de solvabilité,
- le niveau des grands risques,
- l'importance des participations détenues dans des entreprises non financières <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Une cinquième norme prudentielle, résultant de la directive du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres, entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1996 (cf. 4<sup>e</sup> partie : Les perspectives d'évolution).

Les normes prudentielles européennes font jouer un rôle central aux fonds propres, ce qui justifie que leur définition ait été harmonisée. Pour l'essentiel, la définition retenue dans l'Union européenne correspond à celle définie par le Comité de Bâle pour la surveillance bancaire. C'est également le cas du ratio européen de solvabilité, qui reprend l'ensemble des principes définis à Bâle, en ce qui concerne tant l'exigence minimale d'un montant de fonds propres de 8 % par rapport aux risques sur une base consolidée que les modes de calcul de ce ratio, notamment les taux de pondération applicables aux différents actifs.

Il faut ici préciser que les autorités communautaires coopèrent étroitement avec le Comité de Bâle, de façon à ce que les normes prudentielles applicables dans l'Union européenne soient aussi proches que possible de celles en vigueur dans les autres grands pays. Cependant, toutes les normes prudentielles européennes n'ont pas nécessairement d'équivalents dans d'autres pays. Ainsi, les limites aux grands risques ou au montant des participations non bancaires sont propres à la Communauté. En outre, les normes prudentielles européennes constituent seulement des obligations minimales, les autorités nationales demeurant libres d'imposer, si elles l'estiment utile, des règles plus contraignantes aux établissements soumis à leur contrôle.

#### ***2.4. Les règles de protection de la clientèle***

La Communauté s'est préoccupée d'assurer à la clientèle une protection minimale dans ses relations avec les établissements de crédit. Elle est notamment intervenue en matière de garantie des dépôts, de conditions d'offre de crédits aux particuliers, de moyens de paiement et de transferts transfrontières.

S'agissant de la garantie des dépôts, la directive du 30 mai 1994 impose en particulier à tous les établissements de crédit européens d'adhérer à des systèmes assurant le remboursement des dépôts devenus indisponibles, à hauteur de 20 000 écus au moins.

#### ***2.5. Les méthodes de surveillance***

L'Union européenne n'a pas choisi de créer un organisme communautaire unique de contrôle des établissements de crédit. Elle laisse au contraire cette responsabilité aux autorités compétentes de chaque État membre. Pour assurer néanmoins une équivalence suffisante des conditions de surveillance, des règles communes ont été prévues.

Il a été fait allusion ci-dessus (cf. 1.2.) au principe de la surveillance par le pays d'origine : depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1993, les succursales des établissements communautaires ne sont ainsi plus soumises au contrôle des autorités du pays d'accueil, sauf en matière de liquidité. Elles sont désormais soumises à la surveillance prudentielle des autorités du pays du siège. Les directives communautaires imposent également que la surveillance des établissements de crédit soit exercée sur base consolidée.

Les autorités nationales doivent, par ailleurs, échanger les informations nécessaires à leur mission, notamment en ce qui concerne les filiales d'établissements originaires d'autres États membres.

### 3. Les conséquences de l'harmonisation de la réglementation bancaire européenne

L'entrée en vigueur de l'ensemble de ces dispositions a déjà entraîné, dans l'Union européenne, un ensemble de conséquences qui méritent d'être décrites, au moins brièvement.

La première concerne les législations bancaires des États membres. Pour se conformer aux directives communautaires, les autorités de chaque pays ont dû prendre des mesures nouvelles. Il en est résulté une modernisation générale des droits bancaires des différents États membres, ainsi qu'un rapprochement progressif des dispositions nationales. Dans la pratique, ce rapprochement est même allé au-delà des seules exigences résultant des directives. Chaque État a en effet saisi l'occasion de révisions rendues nécessaires par les dispositions communautaires pour introduire également d'autres modifications qui s'inspiraient notamment de règles déjà adoptées dans d'autres pays. On assiste ainsi à une convergence générale des réglementations bancaires nationales.

Un deuxième effet de l'harmonisation européenne concerne les marchés des services bancaires. Conformément aux objectifs visés par la création du marché unique, on a assisté à une intensification de la concurrence, à une accélération de l'innovation, ainsi qu'à des baisses de tarifs. La clientèle bénéficie dès maintenant d'une diversification significative de l'offre, cette diversification portant à la fois sur la nature des services proposés, les conditions de commercialisation ou encore le nombre et le type des établissements auxquels elle peut s'adresser.

Une troisième conséquence de la création du marché unique a été une intégration croissante des systèmes bancaires. Les principaux établissements ont en effet progressivement élargi leur présence dans les autres États membres, en utilisant toutes les formules possibles, créations de nouvelles filiales, rachats d'établissements de crédit et, désormais, de plus en plus, implantations de succursales selon la procédure de libre établissement. Pour ne citer que le cas de la France, on a ainsi observé, au cours des deux premières années de fonctionnement du marché unique, l'implantation de 17 succursales d'établissements originaires d'autres États membres. Durant la même période, les établissements français ont créé 21 succursales nouvelles dans d'autres États de l'Union européenne. Cette intégration des systèmes bancaires n'en est qu'à ses débuts et va très vraisemblablement s'intensifier à l'avenir.

L'introduction des nouvelles règles communautaires a en outre eu des effets sur la gestion des établissements eux-mêmes. Ceux-ci ont dû en effet adapter leurs méthodes comptables et leurs systèmes de contrôle interne. Ils ont également dû adapter leur gestion financière pour se conformer aux obligations imposées par les normes prudentielles européennes. En particulier, ils ont dû renforcer leurs fonds propres et réduire les risques excédant les limites imposées.

Les responsabilités des autorités ont enfin été sensiblement modifiées et accrues par les nouvelles règles communautaires. Désormais, les autorités doivent en effet, au minimum, veiller au respect de toutes les normes communautaires par tous les établissements relevant de leur compétence. Concrètement, elles doivent donc d'abord veiller à ce que les règles nationales soient conformes aux dispositions communautaires, comme indiqué plus haut. Les nouveaux agréments qui leur sont demandés ne peuvent être délivrés qu'après appréciation convenable de la qualité des dirigeants et des actionnaires, ainsi que de l'adéquation des fonds propres et des moyens de contrôle. Elles doivent en outre veiller au mode d'établissement des comptes annuels, à leur publication, ainsi que, le cas échéant, à l'établissement et à la publication de comptes consolidés. Bien entendu, il leur appartient de s'assurer de la solidité de la situation financière de chaque établissement, du respect permanent des ratios prudentiels, notamment du ratio de solvabilité et des limites aux grands risques. Elles doivent également vérifier que chaque établissement adhère à un système de garantie des dépôts. Leur surveillance doit s'étendre aux succursales à l'étranger ainsi que, sur base consolidée, aux filiales. Elles doivent enfin exercer toutes ces responsabilités en respectant strictement l'égalité du traitement des divers types d'établissement et le secret des affaires.

L'extension géographique des responsabilités des autorités les a conduit à développer leur coopération avec les autorités des autres États membres. La plupart ont négocié à cet effet des accords bilatéraux pour préciser les conditions de leurs échanges d'information, concernant notamment les établissements disposant d'implantations sur le territoire de l'autre. Ce sont les autorités françaises et allemandes qui ont, en ce domaine, montré l'exemple, en signant le premier mémorandum de ce type le 1<sup>er</sup> octobre 1992, ce texte ayant servi de modèle pour les accords ultérieurs.

#### 4. Les perspectives d'évolution de la réglementation bancaire européenne

Même si la réglementation communautaire a ainsi déjà atteint un niveau élevé de développement, il ne faut pas pour autant la considérer comme figée. Elle est appelée à évoluer à l'avenir, pour tenir compte aussi bien des modifications des pratiques professionnelles que des réflexions engagées par un certain nombre d'instances, nationales ou internationales.

On se bornera à citer trois exemples d'évolutions prévisibles.

Une première concerne le *rapprochement nécessaire des réglementations* respectivement applicables aux établissements de crédit et aux autres intermédiaires financiers. Avec le développement des activités de marché, on a vu émerger et croître des établissements spécialisés dans le placement, la négociation ou la gestion de titres ou d'autres instruments négociables. Ces intermédiaires entrent en concurrence avec les établissements de crédit qui interviennent également sur les marchés, mais ne sont pas partout assujettis aux mêmes règles de fonctionnement et de surveillance. Pour éviter les distorsions de concurrence entre les deux types d'institutions, l'Union européenne a pris plusieurs types d'initiatives. Elle a d'abord ouvert aux entreprises d'investissement les mêmes facultés, pour exercer des activités transfrontières, que celles dont bénéficient les établissements de crédit, c'est-à-dire la liberté d'établissement et la liberté de prestation de services. Mais, en contrepartie, elle les a soumises à des règles d'organisation et de fonctionnement très proches de celles applicables aux établissements de crédit, notamment en leur imposant un agrément et une surveillance par une autorité compétente. En outre, l'Union européenne a décidé d'imposer aux deux types d'institutions des exigences de fonds propres identiques pour faire face aux risques de marché (risques de taux, de change, de fluctuation de cours ou de contrepartie). Tel est l'objet de la directive du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres. L'ensemble de ces dispositions touchant aux entreprises d'investissement ont donc déjà fait l'objet de décisions communautaires, mais celles-ci n'entreront en vigueur que le 1<sup>er</sup> janvier prochain et leurs effets ne peuvent, par suite, encore être totalement prévus.

Le *renforcement de la surveillance des établissements de crédit* est un deuxième domaine de réflexions et de propositions. L'expérience montre en effet que l'innovation financière, l'évolution des techniques, l'internationalisation et la volatilité croissante des marchés sont autant de facteurs d'apparition de nouveaux risques ou d'aggravation des risques traditionnels. La prévention des difficultés exige donc une adaptation constante des méthodes et l'élaboration de nouveaux outils. Tel est le sens des réflexions engagées sur des sujets tels que les conglomérats financiers, les systèmes de paiement ou encore l'assainissement et la liquidation d'établissements en difficulté.

Une troisième perspective d'évolution de la réglementation bancaire européenne est enfin offerte par la *réalisation de l'Union économique et monétaire*. Jusqu'à présent, en effet, la réalisation du marché unique des services bancaires se heurte à l'existence des monnaies nationales, qui empêche l'offre de services identiques dans tous les États membres. En outre, les politiques monétaires continuent d'être conduites de manière nationale et les instruments de mise en œuvre de ces politiques, qu'il s'agisse des réserves obligatoires ou des conditions de refinancement, diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. La mise en place, au cours des prochaines années, d'une monnaie unique est donc de nature à permettre de franchir une nouvelle étape dans la création d'un véritable marché unique des services bancaires.

Les travaux préparatoires au passage définitif à l'Union économique et monétaire sont notamment menés par l'Institut monétaire européen qui a été créé au début de l'an dernier à Francfort. Une partie des réflexions engagées concerne l'activité des établissements de crédit, par exemple pour ce qui est du choix des instruments de la politique monétaire commune, des conditions de refinancement ou encore de l'organisation des systèmes de paiement. Il est certain que les décisions que prendront en la matière le Conseil des ministres, d'un côté, et l'Institut monétaire européen, puis, à partir de la réalisation effective de l'Union monétaire, le Système européen de banques centrales (SEBC), de l'autre, joueront à l'avenir un rôle croissant dans la définition des conditions de fonctionnement et d'organisation des établissements de crédit. En particulier, la mise en place effective de la monnaie unique nécessitera une rénovation complète des méthodes de gestion comme des systèmes comptables des établissements de crédit. Les travaux préparatoires nécessaires au passage à la monnaie unique ont dès maintenant été lancés par la Commission, qui a publié un Livre vert sur le sujet, ainsi que par l'Institut monétaire européen, et donnent également lieu à de nombreuses réflexions de la part des professionnels des différents pays.

En conclusion, on rappellera que, partout dans le monde, les systèmes bancaires sont exposés à de nouveaux défis : mondialisation des activités, mutations rapides des technologies, développement des marchés, exigences croissantes de la clientèle, montée des risques. Il appartient d'abord aux établissements eux-mêmes ainsi qu'à leurs dirigeants de trouver les réponses pertinentes à ces défis.

La réglementation bancaire leur apporte toutefois une aide en ces domaines. Elle n'est pas en effet seulement un instrument au service des autorités pour leur permettre de veiller à la stabilité du système bancaire. Elle est également un outil au service des professionnels, dans la mesure où elle assure des conditions strictes d'accès aux métiers bancaires, où elle garantit l'égalité de la concurrence, où elle rappelle aux banquiers les principes essentiels de bonnes relations avec la clientèle, où elle leur fournit des méthodes comptables précises et rigoureuses et où elle leur offre des instruments de mesure et de contrôle de leurs risques.

Telles sont et telles continueront d'être les ambitions de la réglementation bancaire européenne. On peut former donc le vœu que l'expérience diversifiée qu'elle reflète, les méthodes et les moyens modernes qu'elle utilise, puissent également servir aux banquiers et aux autorités d'autres pays.

# L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ DES CHANGES DE PARIS – RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE D'AVRIL 1995

Comme en 1989 et en 1992, la Banque de France a lancé auprès des principaux établissements de la place une enquête portant sur le volume des opérations de change en avril 1995.

Cette enquête s'inscrit au sein d'un exercice coordonné mené sur vingt-six places financières sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI), et comportant deux volets : le premier relatif au marché des changes (change au comptant, terme sec, *swaps* cambistes), le second sur les produits dérivés.

Le présent article analyse uniquement les résultats du traditionnel volet change de l'enquête. Les résultats du volet produits dérivés feront l'objet d'une publication dans un prochain *Bulletin de la Banque de France*.

L'activité sur le marché des changes de Paris, recensée sur l'ensemble du mois d'avril 1995, peut être caractérisée par :

- une progression de 76 % du volume d'activité quotidienne, le montant quotidien net s'étant élevé à 58 milliards de dollars en avril 1995, contre 33 milliards en avril 1992 ;
- une modification sensible du poids relatif des devises, marquée par une hausse de la part des opérations en francs qui représentent 57,3% des transactions en 1995, contre 52,6 % en 1992 ;

- une concentration croissante de l'activité sur le comptant, les dix premières banques représentant 80,6 % du volume, contre 75,0 % en 1992 ;
- une prépondérance confirmée des opérations interbancaires, avec 80,7 % du volume d'activité, contre 81,0 % en 1992 ;
- une évolution contrastée de l'activité des agents des marchés interbancaires (AMI), en recul sur le change au comptant mais en progrès sur les *swaps* cambistes ;
- une internationalisation accrue des transactions, réalisées à hauteur de 64,3 % du volume global avec des non-résidents en 1995, contre 60,0 % en 1992.

---

BRUNO ESTECAHANDY  
EMMANUELLE TOUROUDE

*Direction des Changes*  
*Service des Changes et de la Gestion des réserves*

PATRICK HAAS  
*Direction de la Balance des paiements*  
*Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)*

## 1. Méthodologie de l'enquête

### 1.1. Cadre d'analyse

Le cadre d'analyse retenu pour l'enquête d'avril 1995 est très proche de celui de l'enquête conduite en avril 1992 afin de permettre des comparaisons dans le temps.

Il a été demandé aux établissements participant à l'enquête d'établir leurs statistiques d'activité sur la base de trois critères de répartition : par catégorie d'opération, par contrepartie et par devise.

Trois *catégories d'opérations* ont été recensées dans le volet changes : le comptant, dont le dénouement a lieu dans les quarante-huit heures ; le terme sec, dont l'échéance de livraison est supérieure à quarante-huit heures ; les *swaps* cambistes, comportant l'achat et la vente simultanés d'un certain montant de devises, l'un au comptant, l'autre à terme, sans échange périodique de paiement d'intérêts (à la différence des « *swaps* de devises »<sup>1</sup>).

Les opérations de terme sec et les *swaps* cambistes ont été recensés séparément comme dans la précédente enquête. Toutefois, à la différence de l'enquête de 1992, les opérations de *swaps* ont été subdivisées en deux catégories : les *swaps* cambistes sont inclus dans la partie change et les *swaps* longs de devises dans la partie produits dérivés de l'enquête.

S'agissant des *contreparties*, un partage a été opéré entre les transactions interbancaires, réalisées entre établissements participant à l'enquête, les opérations avec les autres institutions financières qui ne participent pas à l'enquête (compagnies d'assurances, fonds de pensions, caisses de retraite, OPCVM) et les opérations avec la clientèle non financière (entreprises, administrations publiques, personnes physiques).

Enfin, pour chacune des trois contreparties retenues, une distinction entre résidents et non-résidents a été demandée, ce qui permet l'élimination des doubles comptabilisations à l'échelon de chaque place financière et le recoupement des statistiques nationales pour l'agrégation mondiale effectuée par la BRI.

Les montants quotidiens nets sur chaque place sont en effet calculés en déduisant les doubles imputations résultant des transactions entre deux banques résidentes.

Les participants ont été interrogés sur leur volume d'activité brut, sur la base du lieu de transaction. Les montants recensés sont exprimés en contrevaleurs dollar et arrondis au million le plus proche.

### 1.2. Déroulement de l'enquête

Un effort important de communication a été accompli pour améliorer la qualité de l'enquête. Deux réunions d'information ont été organisées, en collaboration avec l'association du Forex et des trésoriers de banques, les 25 novembre et 2 décembre 1994, pour expliquer aux banques déclarantes les finalités et les modalités de l'enquête. Une autre réunion consacrée aux établissements spécialisés dans les seuls produits dérivés a également eu lieu le 20 décembre 1994. Les participants ont reçu une note méthodologique et un glossaire des termes utilisés.

Le nombre de banques ayant répondu au questionnaire est en forte hausse. Il était de 50 en 1992 et s'élève à plus de 70 en 1995. Cet élargissement de l'échantillon permet d'atteindre cette fois une quasi-exhaustivité.

<sup>1</sup> Un *swap* de devises (« *currency swap* ») se définit comme un contrat d'échange, entre deux contreparties, du service de la dette sur deux montants, libellés en monnaies différentes, sur une période définie. L'échange de devises implique obligatoirement l'échange du taux d'intérêt spécifique à chacune des monnaies. L'échange du principal dans les deux monnaies s'effectue, à un cours de change défini, à la fin de la période.

L'enquête a porté sur les dix-neuf jours ouvrés du mois d'avril 1995, période qui peut être considérée comme représentative d'une activité normale : les volumes traités au cours de ce mois sont en repli sensible par rapport au trois premiers mois de l'année, mais néanmoins représentatifs de l'activité moyenne de l'année.

L'enquête d'avril 1995 donne ainsi du marché des changes de Paris une photographie plus complète que celle fournie par les enquêtes précédentes.

## 2. Résultats

### 2.1. Une forte progression du volume des transactions

En *données brutes*, le volume des opérations traitées pendant le mois d'avril 1995 sur la place de Paris s'est élevé à 1 276,3 milliards de dollars, soit une moyenne quotidienne de 67,2 milliards de dollars.

Le volume quotidien *net* a atteint 58 milliards de dollars, contre 33 milliards de dollars en avril 1992, et 26 milliards de dollars en avril 1989, soit un accroissement de 76 % en 3 ans et de 123 % en 6 ans.

Loin de se ralentir, le rythme d'expansion de l'activité s'est donc accéléré puisque d'un taux de croissance annuel de l'ordre de 10 % au cours de la période 1989-1992, on est passé à un taux moyen supérieur à 20 % durant les trois dernières années. Ces taux, qui se comparent avantageusement avec ceux observés sur les autres grandes places financières (cf. histogramme *in fine*), traduisent un incontestable dynamisme de Paris sur les produits de change et lui permettent de conforter son huitième rang mondial.

Sur le compartiment du change au comptant, le volume d'affaires quotidien net s'est élevé à 25,4 milliards de dollars, contre 17,7 milliards en avril 1992, soit une augmentation de 43,5 % en 3 ans. Cette progression importante révèle les efforts entrepris par les principales banques de la place à travers notamment le « Cercle des teneurs de marché »<sup>1</sup>, mais découle également de l'internationalisation accrue de notre monnaie et du rôle clé du couple DEM/FRF, segment de marché sur lequel les banques françaises sont naturellement bien positionnées.

Sur le change à terme, la croissance est plus spectaculaire encore. Le volume quotidien moyen net des *swaps* cambistes est estimé à 30,4 milliards de dollars et celui des contrats à terme sec à 2,2 milliards de dollars. Ce total de 32,6 milliards de dollars se compare à 15,3 milliards de dollars en avril 1992, soit une hausse de 113,1 %. S'il est conforme à la tendance internationale qui dénote une croissance plus soutenue sur le terme que sur le comptant, le développement particulièrement important des volumes recensés à Paris appelle cependant quelques explications.

Une première explication réside dans la plus grande exhaustivité de l'enquête 1995. Celle-ci prend notamment en compte les chiffres de plusieurs succursales de banques étrangères peu actives sur le comptant mais très actives sur les *swaps*, qui n'avaient pas été recensées en 1992. À périmètre égal, le taux de croissance observé aurait été de l'ordre de 90 %.

Une deuxième explication tient au développement des arbitrages. Autrefois pratiqués par un petit nombre d'établissements, les arbitrages dépôts-*swap* (par exemple emprunt de yen et *swap* prêteur de yen contre dollar équivalent à un emprunt en dollar à un taux plus avantageux qu'une opération directe en dollar) se sont beaucoup répandus et font couramment l'objet de montages proposés par les courtiers.

<sup>1</sup> Créé en juin 1992, le Cercle des teneurs de marché regroupe neuf établissements qui se sont engagés à assurer des cotations en dollars/francs (USD/FRF) et deutschemarks/francs (DEM/FRF) pour assurer une bonne liquidité du marché des devises contre francs.

Dans le même ordre d'idée, les achats de papier « *swappés* »<sup>1</sup> par des gestionnaires d'OPCVM auraient significativement augmenté.

Par ailleurs, l'internationalisation croissante des portefeuilles titres et la proportion importante de titres français détenus par des non-résidents aurait suscité des besoins de couverture accrus de la part des investisseurs institutionnels et des fonds étrangers. Elle a contribué au développement des opérations de *swap* devises contre francs qui représentent la plus grosse part de l'activité à terme des banques de la place.

Enfin l'étoffement et le professionnalisme accru des équipes, ainsi que le souci de plusieurs établissements français de relocaliser sur Paris l'activité en franc a permis de rapatrier des volumes autrefois traités à Londres ou à Luxembourg.

Le dynamisme du compartiment du change à terme est tel que celui-ci supplante désormais le change au comptant dans le volume global des transactions. La part relative des *swaps* s'élève à 52,4 %, celle du terme sec à 3,8 % et celle du comptant à 43,8 %, alors que ce dernier représentait encore 51,6 % du chiffre d'affaires en 1992 et 58,0 % en 1989.

## 2.2. Une modification sensible du poids relatif des devises

L'analyse des résultats de l'enquête changes de 1995 indique une modification sensible du poids relatif des devises traitées sur la place de Paris<sup>2</sup>.

En effet, tous instruments confondus, les trois principaux couples de devises représentaient en 1992 des parts de marché assez similaires avec 23,8 % de l'activité totale pour le USD/FRF, 23,5 % pour le DEM/FRF et 20,1 %, pour le USD/DEM.

En 1995, le USD/FRF constitue toujours le couple de devises le plus traité et représente même une part du marché total sensiblement plus importante que celle des autres couples de devises : 30,3 %, contre 23,0 % pour le DEM/FRF et 16,2 % pour le USD/DEM. Toutefois la situation est très contrastée selon les instruments considérés.

### 2.2.1. Le change au comptant

Le trait marquant en ce qui concerne l'activité au comptant est la très nette prédominance des opérations contre franc (60 % de l'activité totale) et particulièrement des opérations en DEM/FRF (46,2 %, contre 23,5 % en 1992). À l'inverse, l'USD/FRF, qui était en 1992 le couple de devises le plus traité (23,8 % des opérations), n'arrive plus désormais qu'au troisième rang avec 10,5 % des opérations. L'activité en USD/DEM a moins nettement diminué : elle représente 18,2 % du total du volume en 1995, contre 20,1 % en 1992 pour sa part. Deux explications principales peuvent être avancées :

- le DEM/FRF est maintenant le cours de référence pour les opérations contre franc tandis que, pour le dollar, le cours de référence demeure, du moins en Europe, le USD/DEM. Les opérateurs sont en conséquence couramment amenés à arbitrer l'USD/DEM et le DEM/FRF pour gérer leurs positions en USD/FRF ;

- plusieurs grandes banques françaises ont adopté une organisation dite en « lignes de produits » qui les amène à se spécialiser sur quelques monnaies seulement sur chacune des places sur lesquelles elles sont implantées. Dans ce cadre, l'activité en franc a été en général concentrée à Paris et l'activité en USD/DEM largement à Londres. Ceci explique à la fois la très forte prédominance des opérations contre franc par rapport aux opérations contre dollar et le tassement de la part des opérations en USD/DEM.

<sup>1</sup> Par exemple la souscription d'un certificat de dépôt en dollars assorti d'un *swap* emprunteur de dollars et prêteur de francs permet de dégager un rendement éventuellement supérieur à un achat de certificat de dépôt libellé en francs.

<sup>2</sup> Dans la suite du présent article, les devises sont désignées par leur code ISO, à savoir : DEM : deutschemark ; ESP : peseta ; FRF : franc français ; ITL : lire italienne ; JPY : yen ; USD : dollar ; XEU : écu.

On peut par ailleurs signaler une nette progression de l'activité en deutschemark contre devises européennes, qui est passée de 5,4 % de l'activité totale en 1992 à 7,6 % en 1995. Cette progression s'explique largement par le développement chez plusieurs grandes banques de la place, d'une activité importante de cotation en DEM/ITL et en DEM/ESP. Enfin, la part des opérations en écu s'est quelque peu repliée, avec 6,5 % de l'activité totale, contre 8,6 % en 1992.

### 2.2.2. Les swaps cambistes

L'essentiel de l'activité en *swaps* cambistes s'effectue contre dollar et tout particulièrement en USD/FRF (46,8 % de l'activité en 1995, contre 40,4 % en 1992). Cette prédominance accrue des opérations contre dollar tient largement au fait que la monnaie américaine demeure le pivot de la gestion des trésoreries en devises. De plus le USD/FRF apparaît comme un meilleur produit de « trading » que le DEM/FRF, en raison de la plus faible volatilité de l'écart de taux sur ce dernier couple de devises. Il convient enfin de souligner la volonté des banques de la place de concentrer, comme pour le comptant, leur activité en franc à Paris.

Par ailleurs, 14,9 % des transactions sont effectuées en USD/DEM, 9,0 % en USD/JPY, 6,8 % en XEU/USD.

### 2.2.3. Le terme sec

La concentration de l'activité sur quelques couples de devises est moindre sur le marché du terme sec. Le couple de devise le plus traité est l'USD/FRF (34,7 %), suivi par le USD/JPY (16,8 %), le USD/DEM (11,1 %) et le DEM/FRF (9,9 %). On peut aussi noter l'importance du volume traité contre franc (11,7 %) en dehors des couples USD/FRF et DEM/FRF. Ceci peut s'expliquer par l'utilisation fréquente du terme sec pour des opérations de clientèle destinées à couvrir des flux commerciaux. L'importance du volume effectué en USD/JPY correspond largement à l'utilisation par les banques du terme sec pour couvrir leurs positions en options.

## 2.3. Une concentration accrue de l'activité

La concentration de l'activité s'est accentuée pour ce qui concerne les *opérations au comptant*. Elle apparaît plus diffuse en revanche sur les opérations à terme.

En avril 1995, les cinq premiers établissements sur le change au comptant ont assuré 58,0 % du volume des transactions (contre 54,3 % en 1992 et 33,4 % en 1989), tandis que l'activité des dix premières banques représentait 80,5 % du chiffre d'affaires total (contre 75,0 % en 1992 et 54,4 % en 1989) et celle des vingt premières 94,0 %.

Si la concentration croissante de l'activité sur le change au comptant apparaît particulièrement prononcée sur la place de Paris, elle correspond néanmoins à une tendance observée sur la plupart des centres financiers. Le « droit d'entrée » en termes d'investissements humains et matériels tend en effet à s'élever et ne peut guère être rentabilisé que si une certaine taille critique, assurant économies d'échelle et connaissance rapide des transactions susceptibles d'influer sur les cotations, peut être atteinte.

Cela explique qu'au cours des dernières années plusieurs établissements — surtout des succursales de banques étrangères — se sont désengagés de ce segment de marché particulièrement concurrentiel.

En outre, le processus général de concentration dans le secteur bancaire a entraîné la suppression de l'activité de change de plusieurs institutions.

Une analyse détaillée de la structure du marché révèle une concurrence intense entre établissements mais aussi la réalité et la constance de l'engagement des principaux intervenants. Ainsi, le classement des banques les plus actives est notablement modifié par rapport à 1992 et 1989 ; cependant neuf des dix premiers intervenants en 1995 figuraient déjà dans le premier décile de 1992.

Enfin, il est à noter que si la création du « Cercle des teneurs de marché » a permis de formaliser et d'inscrire dans la durée la volonté des neuf établissements fondateurs d'animer le marché parisien, elle ne semble pas avoir provoqué de concentration excessive ni d'exclusive, comme en témoigne la présence parmi les dix premiers intervenants de deux banques n'appartenant pas au Cercle et l'existence d'un groupe d'une dizaine de banques moyennes réalisant un chiffre d'affaires compris mensuellement entre 5 milliards de dollars et 10 milliards.

En ce qui concerne les *swaps cambistes*, la concentration apparaît moins forte et relativement stable dans le temps.

En avril 1995, les cinq premières banques assuraient 47,7 % du volume total et les dix premières 71,4 % (contre respectivement 57,9 % et 78,4 % en 1992 ; 53,9 % et 77,6 % en 1989<sup>1</sup>). Les positions respectives des différents établissements se sont toutefois sensiblement modifiées par rapport à la précédente enquête, ce qui illustre la vivacité de la concurrence. Le caractère plus diffus de ce marché tient peut-être à un spectre plus large de motivations de la part des intervenants (tenue de marché, « trading », arbitrage pour compte propre, gestion de trésorerie courante, couverture...).

#### **2.4. Une prédominance marquée des échanges interbancaires**

L'analyse des opérations par contrepartie fait apparaître que 80,7 % de l'activité correspond à des transactions interbancaires. Ce résultat est en gros conforme à ce qu'avaient révélé les enquêtes précédentes (l'interbancaire assurait 81 % des volumes et 85 % en 1992) ou à ce qui peut être observé sur d'autres places.

On observe que si la part représentée par les clients est relativement faible sur le comptant (17,6 %) et sur les *swaps* (18,3 %), elle est en revanche beaucoup plus élevée sur le terme sec (52,6 %). Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où il n'existe pas véritablement de marché interbancaire du terme sec et où la plupart des opérations réalisées correspondent à des besoins de couverture de sociétés ou d'institutions financières non bancaires.

Par ailleurs, il est intéressant de relever que si les clients — dans leur ensemble — représentent une part à peu près constante des volumes traités, la catégorie « autres institutions financières » en assure une part croissante (41,7 % du total clientèle en 1995, contre 16,2 % en 1992 et 26,1 % en 1989). Cela tient sans doute à l'internationalisation croissante des portefeuilles, aux besoins de règlements et de couverture qu'elle engendre ainsi qu'au développement rapide de l'activité des fonds d'investissement. Dans le même temps, les échanges de biens et services ou les investissements directs ont certes continué de s'accroître, mais à un rythme plus modéré, ce qui explique le déclin relatif du poids des exportateurs et des importateurs.

Sur un plan plus général, la prédominance des échanges interbancaires, qui constitue une caractéristique commune à l'ensemble des places financières, explique l'importance des volumes traités quotidiennement sur le marché des changes mondial. Elle résulte essentiellement du mode de fonctionnement d'un marché de gré à gré, dépourvu d'un système de centralisation des ordres, et sur lequel des teneurs de marché ont pour fonction d'assurer la contrepartie temporaire des donneurs

<sup>1</sup> L'accroissement du nombre d'établissements consultés en 1995 invite à interpréter ces chiffres avec prudence et ne permet notamment pas de conclure à une moindre concentration.

d'ordre. Ainsi, une opération initiée par un client « tournera » sur le marché sous la forme d'opérations interbancaires successives jusqu'à ce qu'un intérêt opposé puisse être trouvé. L'importance des échanges interbancaires enregistrés sur le marché des changes apparaît donc comme la condition de sa liquidité et de sa continuité.

### **2.5. Une évolution contrastée de l'activité des agents des marchés interbancaires (AMI)**

Le chiffre d'affaires des AMI sur le change au comptant a baissé de 17,8 % entre 1992 et 1995. Confrontés traditionnellement à la concurrence de courtiers étrangers, les AMI doivent en outre faire face depuis 1993 à la montée en puissance des courtiers électroniques<sup>1</sup>, dont le succès a été particulièrement vif sur le DEM/FRF (deuxième couple de devises traité par ce truchement au niveau mondial).

Les AMI ont, en revanche, consolidé leur position sur les *swaps* cambistes (+ 146,5 % par rapport à 1992, compte tenu, ici aussi, d'un élargissement de l'échantillon). Leur part de marché est passée, sur ce segment, de 35 % en 1992 à 38 % en 1995.

### **2.6. Une internationalisation accrue des transactions**

La ventilation des contreparties selon le critère résident-non-résident fait ressortir que la clientèle des banques de la place tend à s'internationaliser : alors qu'en 1992, 35 % seulement du chiffre d'affaires clientèle était assuré par des non-résidents, ceux-ci en assurent désormais 55 %. Ce mouvement s'explique en partie par la montée en puissance des institutions financières non bancaires qui sont, pour l'essentiel, non résidentes. Néanmoins, il apparaît aussi, tant sur les *swaps* que sur le comptant, que des sociétés non financières établies à l'étranger ont plus qu'autrefois recours aux services des établissements parisiens.

En ce qui concerne les échanges interbancaires, la proportion d'opérations réalisées localement est stable (autour d'un tiers). Les opérations réalisées par les banques parisiennes avec des banques à l'étranger représentent donc les deux tiers du volume global des transactions. Ce résultat est logique sur une activité aussi naturellement internationalisée que le change. Il traduit certes une bonne interconnexion de Paris avec les autres grands centres financiers mais rappelle également que la place dispose, pour son animation, d'un nombre assez réduit d'intervenants.

<sup>1</sup> Les deux sociétés de courtage électronique proposant leurs services sur la place de Paris assurent un volume de transactions supérieur à celui des cinq AMI qui ont une activité de change au comptant.

**VOLUME QUOTIDIEN NET (a) D'ACTIVITÉ  
DU MARCHÉ DES CHANGES DE PARIS  
en avril 1995**

*(en milliards de dollars)*

	1995	1992	Évolution (en pourcentage)
Comptant.....	25,4	17,7	43,5
Terme sec.....	2,2	} 15,3	} 113,1
Swaps cambistes.....	30,4		
<b>Total .....</b>	<b>58,0</b>	<b>33,0</b>	<b>75,7</b>

(a) Net des doubles imputations résultant des transactions entre deux banques résidentes

Source : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

**RÉPARTITION DES COUPLES DE DEVISES**

*(montant en milliards de dollars – répartition en pourcentage)*

Devises	Comptant		Terme sec		Swaps cambistes		Total	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
USD/FRF.....	59 453	10,5	16 847	34,7	310 111	46,8	386 411	30,3
DEM/FRF.....	261 440	46,2	4 785	9,9	27 542	4,2	293 767	23,0
USD/DEM.....	102 929	18,2	5 385	11,1	98 759	14,9	207 073	16,2
USD/JPY.....	20 483	3,6	8 157	16,8	59 843	9,0	88 483	6,9
DEM/XEU.....	32 938	5,8	417	0,9	2 635	0,4	35 990	2,8
USD/autres.....	17 984	3,2	4 442	9,2	124 337	18,8	146 763	11,5
Devises/Devises.....	70 373	12,4	8 508	17,5	38 925	5,9	117 806	9,2
<b>Total.....</b>	<b>565 600</b>	<b>100,0</b>	<b>48 541</b>	<b>100,0</b>	<b>662 152</b>	<b>100,0</b>	<b>1 276 293</b>	<b>100,0</b>

Source : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

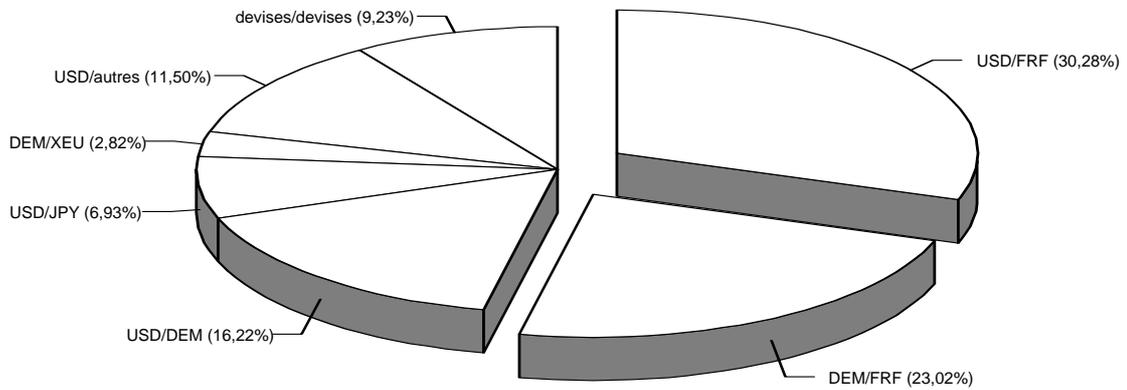
**VOLUME D'ACTIVITÉ DU MARCHÉ  
DES CHANGES DE PARIS PAR OPÉRATIONS  
en avril 1995**

Instrument financiers	Montants (en milliards de dollars)	Répartition (en pourcentage)
Comptant.....	565 600	44,3
Terme sec.....	48 541	3,8
Swaps cambistes.....	662 152	51,9
<b>Total.....</b>	<b>1 276 293</b>	<b>100,0</b>
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX		

**VOLUME BRUT D'ACTIVITÉ DU MARCHÉ  
DES CHANGES DE PARIS PAR CONTREPARTIES  
en avril 1995**

Contreparties	Montants (en milliards de dollars)	Répartition (en pourcentage)
<b>Interbancaire.....</b>	<b>1 030 045</b>	<b>80,70</b>
dont : Résidents.....	346 816	27,17
Non-résidents.....	683 229	53,53
<b>Autres institutions financières.....</b>	<b>102 617</b>	<b>8,04</b>
dont : Résidents	30 277	2,37
Non-résidents	72 340	5,67
<b>Clientèle non financière.....</b>	<b>143 631</b>	<b>11,26</b>
dont : Résidents.....	78 471	6,15
Non-résidents.....	65 160	5,11
<b>Total.....</b>	<b>1 276 293</b>	<b>100,00</b>
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX		

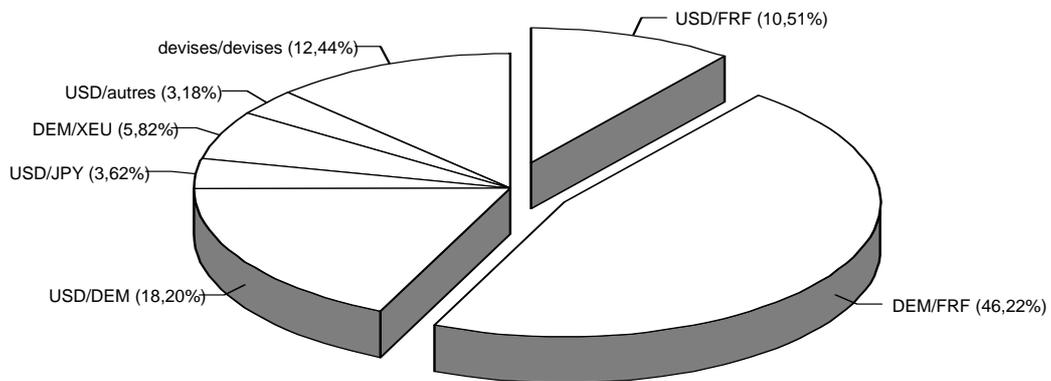
### MARCHÉ DES CHANGES À PARIS AVRIL 1995 Répartition des couples de devises



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

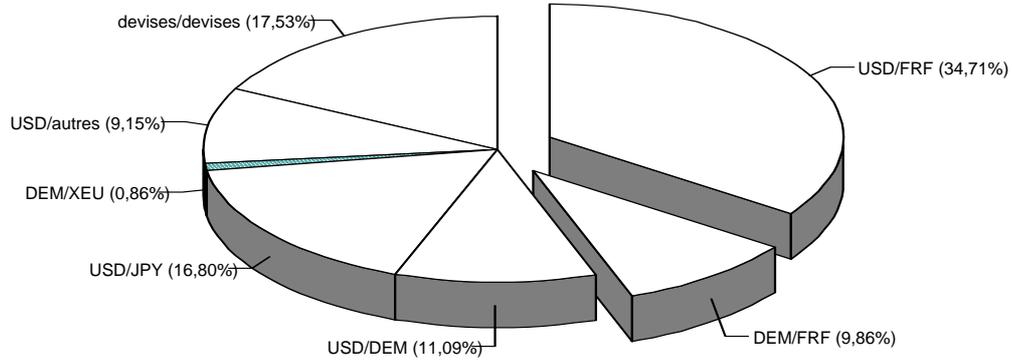
### MARCHÉ DES CHANGES À PARIS AVRIL 1995

#### Marché au comptant



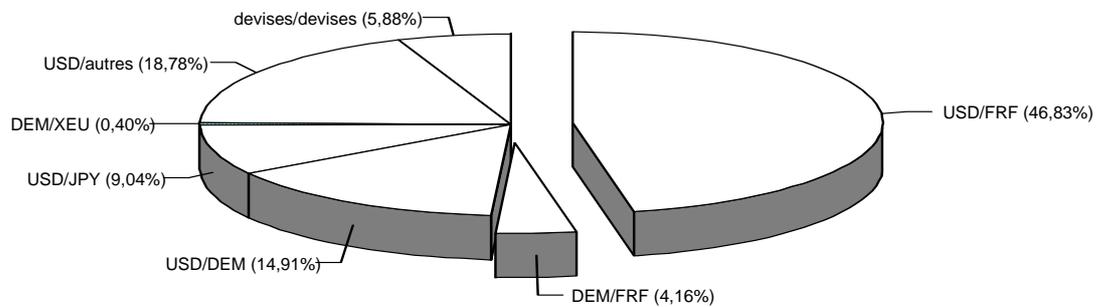
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

### MARCHÉ DES CHANGES À PARIS AVRIL 1995 Terme sec

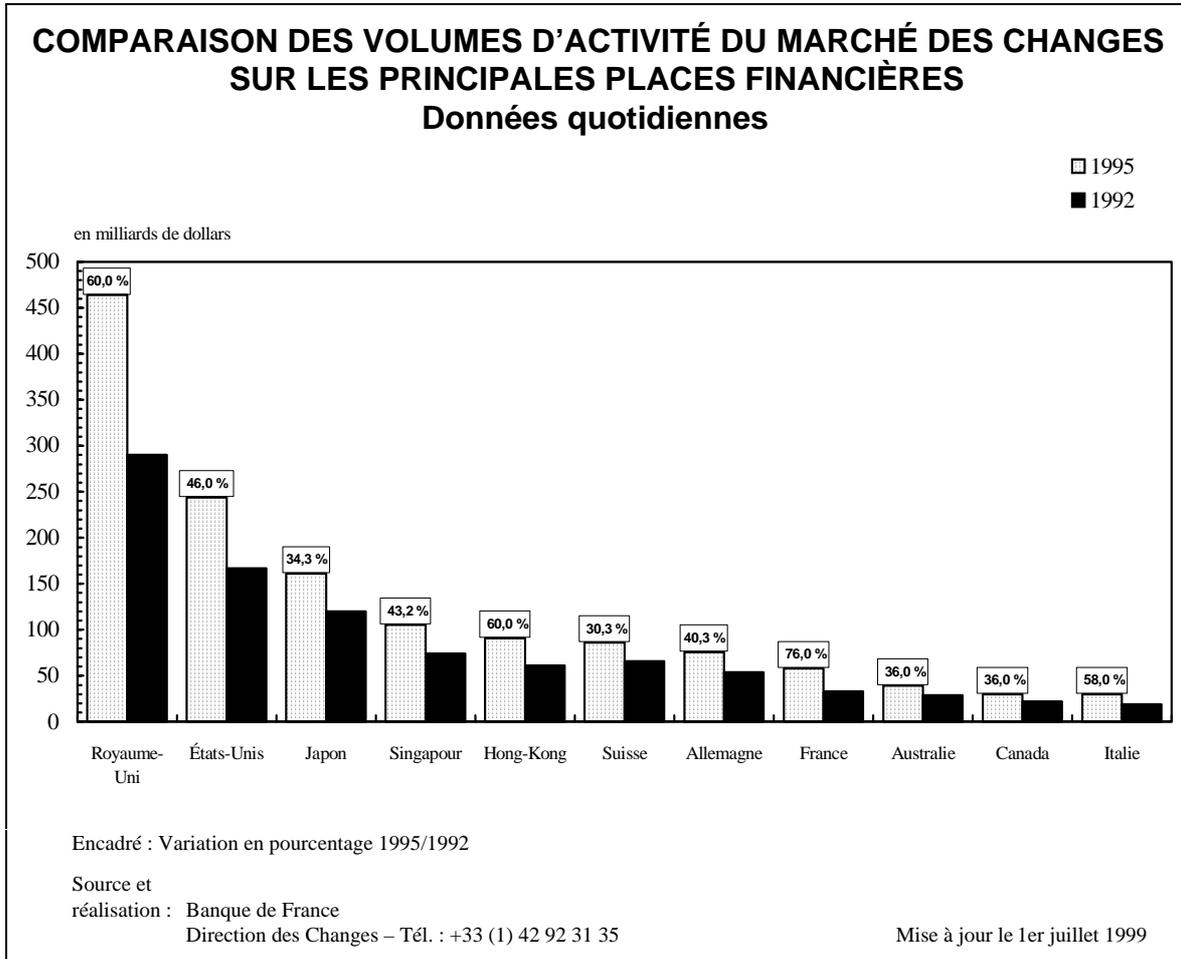


Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

### MARCHÉ DES CHANGES À PARIS AVRIL 1995 Swaps cambistes



Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SEMEX



# DÉLAIS DE PAIEMENT ET SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES EN 1994

Les délais de paiement, mesurés à partir des données comptables des entreprises recensées dans le fichier Fiben, se sont allongés en 1994, alors qu'ils s'étaient raccourcis les années précédentes. Une telle hausse, dans un contexte de reprise économique, paraît surprenante. En fait, comme cela avait été observé lors du ralentissement de l'activité économique du début des années quatre-vingt-dix, l'évolution des délais de paiement est influencée par des effets contradictoires. Son évaluation est en outre rendue délicate par l'utilisation de données annuelles pour appréhender une réalité infra-annuelle : une grande prudence s'impose alors dans l'interprétation des chiffres. La présente étude apporte toutefois, sur de nombreux points, un éclairage intéressant.

L'évolution du solde du crédit interentreprises continue en 1994 à être différente suivant la taille des entreprises et favorable aux plus grandes d'entre elles. Dans tous les secteurs d'activité au niveau de la nomenclature NAF 16, le besoin de financement né des délais clients et fournisseurs s'alourdit en effet pour les entreprises de moins de 20 salariés et au contraire connaît un allègement pour les entreprises de plus de 500 salariés.

Ce phénomène explique pourquoi l'évolution du solde du crédit interentreprises est différente suivant qu'on l'étudie d'un point de vue macro-économique ou micro-économique. Dans le premier cas, on constate un allègement du poids du crédit interentreprises de 1988 à 1994 ; dans le second cas, on note un alourdissement. Ces mouvements sont faibles et réguliers.

ÉLIZABETH KREMP  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*

Le crédit interentreprises est le résultat de pratiques commerciales entre clients et fournisseurs et provient d'un décalage dans le temps entre la vente d'un produit et son règlement : les créances commerciales clients correspondent à des ventes qui n'ont pas encore été réglées, alors que les dettes fournisseurs se rapportent à des achats non encore payés. Ces pratiques permettent à l'entreprise acheteuse de réduire son besoin en fonds de roulement d'exploitation alors qu'à l'inverse le fournisseur connaît un accroissement de son besoin de financement du fait des délais accordés.

## 1. Définitions

Le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial brut, peut être défini de deux façons.

D'un point de vue *macro-économique*, il est égal à la différence entre le total cumulé des créances clients<sup>1</sup> et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, cette différence étant rapportée au total cumulé des chiffres d'affaires<sup>2</sup>. Les entreprises subissent une charge d'endettement car l'encours total des créances clients des entreprises est supérieur à celui de leurs dettes fournisseurs. Ceci est dû à plusieurs facteurs. D'une part, les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients ne sont pas inclus dans les créances clients et les dettes fournisseurs<sup>3</sup>. Or, si ces postes sont de faibles montants dans la plupart des cas, ils jouent un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment. D'autre part, l'ensemble des agents économiques n'est pas pris en compte, et certains agents économiques (l'État, les collectivités locales publiques, les ménages) peuvent bénéficier de crédits commerciaux de la part des entreprises sans qu'il soit possible de les isoler. Enfin, les non-résidents peuvent être créanciers ou débiteurs.

Cette approche macro-économique accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète donc plus particulièrement le comportement des grandes entreprises<sup>4</sup>. Elle permet de comparer l'évolution globale du poids des créances et des dettes à d'autres grandeurs macro-économiques comme l'endettement à court terme auprès des établissements de crédit.

D'un point de vue *micro-économique*, le solde du crédit interentreprises correspond au solde des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs<sup>5</sup>. Ce solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, reflète la situation prêteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise. On calcule ensuite une moyenne des soldes individuels<sup>6</sup>. Cette approche micro-économique, où chaque entreprise, quelle que soit sa taille, exerce le même poids dans le calcul de la moyenne, permet de prendre en compte l'hétérogénéité d'observations individuelles.

<sup>1</sup> Effets escomptés non échus inclus

<sup>2</sup> Multiplié par 360 pour être exprimé en jours de chiffre d'affaires

<sup>3</sup> Ces deux postes (avances et acomptes versés aux fournisseurs et avances et acomptes reçus des clients) sont inclus dans les créances et les dettes commerciales. Si le solde du crédit interentreprises, appelé alors solde corrigé ou solde net des avances, est défini non plus à partir des créances clients et dettes fournisseurs, mais à partir des créances et dettes commerciales, il est alors moins élevé (cf. tableau 1).

<sup>4</sup> Le ratio moyen, utilisé dans l'approche macro-économique, peut être interprété comme une moyenne des ratios individuels, pondérés par le dénominateur de chaque ratio, c'est-à-dire par le chiffre d'affaires de chaque entreprise.

<sup>5</sup> On peut le définir de façon équivalente comme la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires.

<sup>6</sup> Dans la suite du texte, on emploiera de façon équivalente les termes de moyenne non pondérée, ou de moyenne de ratios individuels.

## 2. L'importance du crédit interentreprises : une caractéristique du système financier français

Comme on l'a vu en 1993 avec le ralentissement de l'activité économique, le crédit interentreprises, du fait de ses multiples facettes, est difficile à appréhender tant dans son montant que dans son évolution. D'une part les relations privilégiées entre clients et fournisseurs peuvent aider le démarrage des jeunes entreprises et constituer un amortisseur des difficultés, tout en conduisant à un allongement des délais ; d'autre part la volonté de se prémunir du risque client et du risque de défaillance en chaîne peut se traduire par un raccourcissement des délais <sup>1</sup>.

Le phénomène du crédit interentreprises n'est pas nouveau et a fait l'objet depuis de nombreuses années de multiples rapports et études. En 1990, par exemple, dans le cadre du « Plan d'action pour les PME », les pouvoirs publics ont créé deux commissions sur le crédit interentreprises. La première, présidée par M. Prada, regroupait les professionnels (Prada, 1991). La seconde, co-présidée par MM. Babusiaux et Lombard, était un groupe de travail administratif chargé de faire un diagnostic et de concevoir le dispositif d'accompagnement que les pouvoirs publics pourraient mettre en place pour soutenir les initiatives et propositions du groupe Prada. L'importance du crédit interentreprises comme l'un des traits caractéristiques du système financier français avait été soulignée. Ainsi, comme le montre le tableau 1, le crédit interentreprises constitue la première source de financement à court terme des entreprises.

Les principales conclusions des deux commissions excluaient toute mesure d'ordre réglementaire et préconisaient, en particulier, une réduction progressive des délais de paiement grâce à une plus grande transparence des contrats commerciaux, un processus de négociation interprofessionnelle et surtout une meilleure éthique des affaires commerciales. Parmi les mesures qui ont suivi ces travaux, figure notamment la mise en place d'un Observatoire des délais de paiement auprès du Conseil national du crédit, qui a pour mission, d'une part, de suivre les progrès accomplis dans les négociations au sein des différentes branches professionnelles et, d'autre part, de mesurer l'évolution des délais de paiement. Par ailleurs, l'adoption de la loi n° 92-1442 du 31 décembre 1992, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 1993, rend obligatoire la mention sur la facture des délais et des pénalités de retard, et limite les délais de paiement pour certains produits (produits alimentaires périssables et certaines boissons alcoolisées).

<sup>1</sup> D'après l'enquête de l'UFB-Locabail de décembre 1994, 21 % des faillites en France ont pour origine un défaut de paiement. Il faut néanmoins noter que dans le score Z utilisé par la Banque de France pour la détection précoce des risques de défaillance des entreprises des secteurs industriels, le poids du solde du crédit interentreprises n'est pas retenu au sein des huit ratios discriminants, et que les ratios des délais de paiement sont nettement moins discriminants que d'autres variables liées à la structure du bilan et à la solvabilité à court terme (cf. CNC [1994] et Bardos, [1994]).

Tableau 1

<b>COMPARAISON DES CRÉANCES COMMERCIALES, DES DETTES COMMERCIALES ET DE L'ENDETTEMENT A COURT TERME AUPRÈS DES AGENTS FINANCIERS</b>					
<i>(en milliards de francs – taux en pourcentage)</i>					
	1989	1990	1991	1992	1993
Créances commerciales (a).....	1 552	1 712	1 837	1 879	
Créances clients.....	1 442	1 588	1 701	1 742	nd
<i>Taux de croissance</i> .....		10,1	7,1	2,4	
Effets escomptés non échus.....	70	74	78	77	nd
<i>Taux de croissance</i> .....		5,1	5,1	- 1,0	
Avances et acomptes versés aux fournisseurs.....	39	50	58	60	nd
<i>Taux de croissance</i> .....		26,5	16,3	4,3	
Dettes commerciales (a).....	1 476	1 674	1 774	1 808	
Dettes fournisseurs.....	1 226	1 332	1 401	1 435	nd
<i>Taux de croissance</i> .....		8,6	5,2	2,4	
Avances et acomptes reçus des clients.....	250	342	373	373	nd
<i>Taux de croissance</i> .....		37,1	8,9	0,1	
Chiffre d'affaires hors taxes (a).....	7 639	8 406	9 095	9 588	nd
<i>Taux de croissance</i> .....		10,5	8,2	5,4	
Crédit des banques					
Trésorerie des entreprises (b).....	731	840	859	861	885
<i>Taux de croissance</i> .....		14,9	2,3	0,2	2,8

Définitions :

Les créances clients (BX) et les avances et acomptes versés aux fournisseurs (BV) sont des postes de l'actif du bilan. Les effets escomptés non échus (YS) sont hors bilan.

Les dettes fournisseurs (DX) et les avances et acomptes reçus des clients (DW) sont des postes du passif du bilan.

Suivant les auteurs, les créances commerciales sont égales soit à la somme des trois postes de l'actif du bilan et comprennent les avances et acomptes versés aux fournisseurs, soit seulement à la somme des crédits clients et effets escomptés non échus.

De même, les dettes commerciales sont définies soit comme la somme des dettes fournisseurs et des avances et acomptes reçus des clients, soit seulement comme les dettes fournisseurs.

Le solde du crédit interentreprises défini à partir des créances clients et des dettes fournisseurs est souvent qualifié de solde brut.

Celui défini à partir des créances et des dettes commerciales est appelé solde net (c'est-à-dire net des avances et acomptes). Ces deux soldes diffèrent essentiellement pour les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment.

Note :

La source INSEE est utilisée dans ce tableau, car elle est la seule à fournir une information exhaustive. Cette exhaustivité a pour contrepartie un délai plus long pour l'obtention de l'information.

Sources :

(a) INSEE, Suse. Champ: entreprises soumises au régime réel des bénéficiaires industriels et commerciaux (BIC) appartenant au système productif marchand hors agriculture, assurances et organismes financiers et hors électricité, gaz, postes et télécommunications

(b) *Bulletin de la Banque de France*, différents numéros

Réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

### 3. Les enseignements des travaux sur les délais de paiement et le crédit interentreprises

À la demande de l'Observatoire des délais de paiement, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France a mis en place une structure permettant d'estimer les délais de paiement d'une année donnée le plus rapidement possible au cours de l'année suivante. Ces travaux, réalisés en 1995 pour la troisième année consécutive, permettent de fournir une estimation des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1994<sup>1</sup>.

L'étude porte sur les données comptables des entreprises recensées dans le fichier *Fiben* de la Banque de France depuis 1988<sup>2</sup>. Les données comptables permettent de mesurer des délais de paiement effectifs. Ceux-ci englobent les retards de paiement, sans pouvoir les isoler<sup>3</sup>. En 1993 (dernière année pour laquelle l'ensemble des informations est disponible), le fichier d'études comprend plus de 125 000 bilans exploitables. L'ensemble des entreprises présentes dans cet échantillon représente un total de 7 465 milliards de francs de chiffre d'affaires TTC. Cette même année, elles détiennent 1 353 milliards de francs de créances clients et 1 083 milliards de francs de dettes fournisseurs.

Les enseignements des précédents travaux de l'Observatoire des entreprises, réalisés avec l'ancienne nomenclature NAP (Nomenclature d'activités et de produits) peuvent être résumés autour de trois rubriques : les aspects méthodologiques, les caractéristiques structurelles en niveau, les évolutions tendanciennes.

#### 3.1. Les aspects méthodologiques

D'un point de vue méthodologique, les travaux antérieurs ont tout d'abord insisté sur la nécessité d'analyser le niveau des délais de paiement et leurs évolutions récentes en regard des tendances passées. L'hétérogénéité du comportement des entreprises, même entre des entreprises de taille comparable et exerçant le même type d'activité économique, a maintes fois été souligné, et souvent un écart de tendance entre deux catégories d'entreprises doit se reproduire plusieurs années consécutives avant d'être significatif. C'est pourquoi une base de données issue de *Fiben* a été constituée à partir de 1988. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1993, les entreprises doivent fournir les informations les concernant dans la Nomenclature d'activités françaises (NAF). Un travail de rétropolation de cette base de données en NAF à partir de 1988 a donc été réalisé<sup>4</sup>.

Les travaux de l'Observatoire des entreprises ont jusqu'à présent privilégié l'approche micro-économique pour analyser le comportement de l'entreprise type. En effet, l'approche macro-économique nécessite une information la plus exhaustive possible sur les entreprises que seule la base *Suse* de l'INSEE, source utilisée dans le tableau 1, est en mesure d'offrir. Mais, du fait même de cette exhaustivité, les données ne sont actuellement disponibles que jusqu'en 1992. Néanmoins, la constitution de séries chronologiques sur longue période (1988-1994) et la confrontation des évolutions macro-économiques issues de la base *Fiben* avec celles de la base *Suse* suggèrent que si les niveaux doivent être interprétés avec précaution, les tendances macro-économiques calculées à partir de la base *Fiben* sont significatives.

<sup>1</sup> Voir en bibliographie les différentes publications de l'Observatoire des entreprises sur ce sujet

<sup>2</sup> *Fiben* (Fichier bancaire des entreprises) est un fichier de renseignements créé et géré par la Banque de France pour répondre à ses propres besoins et à ceux des établissements de crédit. Il recense des informations de diverses natures (données descriptives et comptables) sur 2 millions d'entreprises et reçoit environ 140 000 bilans par an. Ces bilans représentent 96 % des sociétés anonymes et 65 % des SARL existantes en France.

<sup>3</sup> D'après l'enquête d'UFB-Locabail publiée dans la Revue française de comptabilité (avril 1995), les retards de paiement s'élevaient à 17 jours en 1994, soit un jour de moins qu'en 1993.

<sup>4</sup> Les séries statistiques chronologiques complètes des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises sur la période 1988-1994, pour l'ensemble de l'économie, pour l'industrie, en NAF 16, en NAF 36, et par taille, ainsi qu'une représentation graphique des principales évolutions sont publiées dans la Collection Entreprises de la Banque de France (cf. Kremp É. et Truy C. [1995b]).

Enfin, ces travaux antérieurs ont soulevé le problème de l'utilisation de données comptables annuelles pour appréhender une réalité infra-annuelle. Les ratios des délais de paiement et du crédit interentreprises rapportent des stocks de créances ou de dettes de fin d'exercice à des flux d'achats ou de chiffre d'affaires. Les concepts utilisés ne peuvent donc pas prendre en compte de fortes variations infra-annuelles des achats ou du chiffre d'affaires. Il existe donc une erreur de mesure, dont l'ampleur peut varier en fonction de l'évolution de l'activité. Ainsi, sur la période 1989-1993, le ralentissement de la croissance nominale tend à atténuer ce biais, et la baisse des délais de paiement pourrait avoir été moins marquée que celle mesurée à partir de données annuelles de bilans (cf. annexe 4, Kremp É. et Boissonade D. [1994]). Ce problème est analysé plus loin en détail pour l'année 1994 (cf. tableau 3).

### 3.2. Les caractéristiques structurelles en niveau

Les travaux antérieurs, basés sur une approche micro-économique en nomenclature NAP, ont mis en évidence un certain nombre de caractéristiques, que nous rappelons ici, en utilisant maintenant les données en nouvelle nomenclature NAF.

Tous secteurs confondus, les moyennes annuelles des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises masquent des disparités sectorielles très fortes<sup>1</sup>. Ainsi, en 1994, la moyenne non pondérée des délais clients, de près de 63 jours pour l'ensemble des secteurs, s'étend de 16 jours pour les services aux particuliers à 90 jours pour les industries des biens d'équipement, 85 jours pour les services aux entreprises et 84 jours pour les biens intermédiaires. Pour les délais fournisseurs (71 jours pour l'ensemble des secteurs), la disparité entre secteurs est moins grande : 52 jours pour les industries agro-alimentaires, contre 88 jours pour les industries des biens d'équipement et 86 jours pour la construction.

Le secteur du commerce est composé de trois sous-secteurs qui ont des niveaux de délais de paiement très différents. En 1994, la moyenne des délais clients est de l'ordre de 27 jours pour la réparation automobile, de 62 jours pour le commerce de gros et de 14 jours pour le commerce de détail. Du côté des délais fournisseurs, ces chiffres sont respectivement de 49 jours (réparation automobile), 67 jours (commerce de gros) et 54 jours (commerce de détail).

Le solde du crédit interentreprises, toujours selon l'approche micro-économique, correspond à une charge pour les entreprises de l'ordre de 17 jours de chiffre d'affaires en 1994. Là encore, ces chiffres relatifs aux entreprises de l'ensemble des secteurs économiques masquent des divergences importantes en fonction des secteurs. Le secteur des services aux entreprises, suivi du secteur des industries des biens d'équipement, de celui des industries des biens intermédiaires et de la construction, sont les secteurs les plus fortement prêteurs nets, de l'ordre de 50 jours de chiffre d'affaires pour le premier, et autour de 35 jours pour les trois autres. Par contre, dans le commerce, les sous-secteurs de la réparation automobile et du commerce de détail sont structurellement emprunteurs nets et bénéficient du crédit interentreprises.

Ainsi, la dispersion des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises est plus forte suivant la nature de l'activité de l'entreprise qu'à l'intérieur d'un secteur, entre les trois classes d'entreprises définies suivant leur taille. Ce constat est essentiel et doit conduire à prendre des précautions lors de l'interprétation, du point de vue de l'ensemble de l'économie, de différences de niveau suivant la taille des entreprises.

<sup>1</sup> Pour alléger la présentation, il a semblé préférable de décrire les caractéristiques structurelles à partir des chiffres les plus récents, c'est-à-dire les chiffres 1994 en NAF.

### 3.3. Les évolutions sur la période 1988-1993

Sur l'ensemble de la période 1988-1993, la baisse des délais clients est de l'ordre de 3,5 jours de chiffre d'affaires et celle des délais fournisseurs de l'ordre de 7 jours d'achats. Les niveaux atteints en 1993 sont respectivement de 61 jours et de 69 jours pour l'ensemble des activités économiques et de 76 jours et 75 jours pour la moyenne des entreprises de l'industrie. Plus forte pour les délais fournisseurs que pour les délais clients, la baisse est en général aussi plus forte pour les secteurs dont les niveaux étaient, en 1988, les plus élevés.

Les délais de paiement du secteur des industries agro-alimentaires ont connu de 1992 à 1993 une baisse significative (plus de 3 jours pour les délais clients, 1 jour pour les délais fournisseurs), alors qu'aucune baisse n'avait pu être mise en évidence jusqu'en 1992. L'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 1993 de la loi n° 92-1442 du 31 décembre 1992 limitant les délais pour certains produits agro-alimentaires semble avoir eu un impact sur ce secteur.

Au cours de cette période, la distinction des évolutions des délais de paiement suivant la taille des entreprises devient plus significative<sup>1</sup>. Ainsi, pour plusieurs secteurs importants de par leur nombre d'entreprises (biens intermédiaires, biens d'équipement, construction, commerce de gros, et, dans une moindre mesure, biens de consommation), et aussi pour des secteurs plus petits comme le secteur des industries agro-alimentaires, plus les entreprises sont grandes, plus elles imposent à leurs clients un raccourcissement du règlement des factures.

*A contrario*, dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation, les délais fournisseurs des grandes entreprises baissent moins que ceux des petites entreprises et des PME.

En moyenne, le solde du crédit interentreprises s'alourdit entre 1988 et 1993 et atteint 16 jours de chiffre d'affaires TTC pour l'ensemble des secteurs et 30 jours pour les entreprises de l'industrie. Les tendances à la baisse, plus accentuées pour les délais clients des grandes entreprises que pour les autres, et par contre moins accentuées pour leurs délais fournisseurs, conduisent à une baisse du solde du crédit interentreprises pour les grandes entreprises de plusieurs secteurs (industries des biens d'équipement, services marchands, industries agro-alimentaires).

## 4. Les évolutions récentes

### 4.1. La rupture dans l'évolution des délais clients et des délais fournisseurs

Que ce soit pour les délais clients ou pour les délais fournisseurs, l'année 1994 s'inscrit en rupture avec les années précédentes, puisque comme le montrent les graphiques A et B, les délais de paiement augmentent. Cet accroissement est, pour l'ensemble de l'économie, de l'ordre de 1,5 jour pour les délais clients comme pour les délais fournisseurs ; calculées pour les seules entreprises de l'industrie, ces progressions sont respectivement de 2,5 jours et 3,5 jours<sup>2</sup>.

Pour les délais clients, le retournement de tendance se constate dans les secteurs des biens d'équipement (+ 4,9 jours), de l'industrie automobile (+ 4,1 jours), des biens intermédiaires (+ 3,2 jours), de la construction (+ 2,6 jours) et des transports (+ 1,8 jour). La baisse des délais clients du secteur des industries agro-alimentaires, marquée entre 1992 et 1993, n'est plus significative entre 1993 et 1994.

<sup>1</sup> Il a été rappelé le danger d'interpréter des évolutions différentes suivant la taille des entreprises, sans tenir compte des caractéristiques sectorielles. Ainsi, les tendances mises en évidence suivant la taille ont été testées économétriquement par secteur. Il a été vérifié, avant de tirer une conclusion au niveau agrégé en fonction de la taille des entreprises, que ces effets taille existaient au niveau sectoriel, et n'étaient pas le résultat d'un simple effet de structure.

<sup>2</sup> Les chiffres cités correspondent à des moyennes non pondérées de ratios individuels.

La hausse des délais fournisseurs est notable dans les secteurs des biens d'équipement (+ 5,4 jours), des biens intermédiaires (+ 4,1 jours), de la construction (+ 3,6 jours), des biens de consommation (+ 1,4 jour) et des transports (+ 1,1 jour).

Ces hausses des délais de paiement en 1994 sont difficiles à interpréter ; elles s'inscrivent dans un contexte « d'expansion retrouvée », où les entreprises industrielles sont caractérisées par l'amélioration de leurs résultats d'exploitation et l'augmentation significative de leur taux de marge et de rentabilité <sup>1</sup>.

Comme au début de la décennie quatre-vingt-dix, où le ralentissement de l'activité économique avait des effets contradictoires sur l'évolution des délais de paiement (relations privilégiées entre clients et fournisseurs conduisant à un rallongement des délais, mais aussi volonté de se prémunir du risque client de la part des fournisseurs poussant à un raccourcissement des délais), la reprise économique paraît exercer des effets de tendance opposée. Si l'on applique les mécanismes décrits par Dietsch et Lartisien (1994), la reprise économique devrait conduire à une baisse des délais de paiement pour les entreprises qui en bénéficient. Compte tenu de ces différents éléments, les relations entre délais de paiement et croissance sont analysées selon quatre critères. Tout d'abord, la relation économétrique individuelle entre variation des délais de paiement et variation du chiffre d'affaires est estimée. Puis, la répartition des entreprises suivant l'évolution de leurs délais de paiement et de leur chiffre d'affaires est considérée. Troisièmement, l'évolution de la conjoncture au cours de l'année 1994, et son impact éventuel sur le biais de mesure des délais de paiement est étudiée. Enfin, les résultats différenciés des entreprises suivant leur taille sont analysés.

#### **4.1.1. Causalité entre variation des délais de paiement et variation du chiffre d'affaires**

Dietsch et Lartisien (1994), utilisant des données comptables de la Société de recouvrement et de renseignement commercial SCRL, sur un échantillon constant de 182 000 entreprises présentes en 1990, 1991 et 1992, soulignent la montée du risque clients et la forte dispersion des évolutions individuelles qui se cachait derrière une apparente stabilité des délais de paiement. Au niveau individuel, ils avaient mis en évidence à la fois une relation inverse entre la variation des délais clients et celle du chiffre d'affaires et une relation inverse entre la variation des délais fournisseurs et celle du chiffre d'affaires. Ces conclusions s'appuyaient sur une analyse économétrique et sur une répartition des entreprises suivant la variation des délais de paiement entre 1991 et 1992 et le taux de croissance de leur chiffre d'affaires.

Une étude similaire à celle de Dietsch et Lartisien, effectuée à partir des données de Fiben, en ne conservant de notre échantillon que les entreprises présentes de 1992 à 1994, souligne à nouveau la diversité des situations auxquelles sont confrontées les entreprises. Si l'on étudie la relation économétrique entre variation des délais clients et taux de croissance du chiffre d'affaires, ou, de façon symétrique, entre variation des délais fournisseurs et taux de croissance du chiffre d'affaires, le coefficient est négatif et significatif, mais le pouvoir explicatif de la régression est faible. Par exemple, en 1994, un taux de croissance du chiffre d'affaires de 5 % implique, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de 0,5 jour des délais clients et une baisse de 0,4 jour des délais fournisseurs. On peut noter que dans les deux cas, la relation est significativement moins forte en 1994 qu'en 1993.

<sup>1</sup> Cf. Bardes B., Lecoupeur Y. et Sauvé A. « La situation du système productif en 1994 »

Tableau 2

<b>ESTIMATION DE LA CAUSALITÉ ENTRE VARIATION DES DÉLAIS DE PAIEMENT ET VARIATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES</b>						
	Moyennes		Estimations économétriques			
	Variation des délais de paiement	Taux de croissance du chiffre d'affaires	Constante	Taux de croissance du chiffre d'affaires	Niveau des délais l'année précédente	R <sup>2</sup>
<b>Délais clients</b>						
1993.....	0,12	-0,87	4,98 (0,11)	-0,133 (0,003)	-0,083 (0,002)	0,06
1994.....	1,81	3,79	5,11 (0,11)	-0,096 (0,003)	-0,049 (0,001)	0,03
1993-1994 .....	0,97	1,46	5,06 (0,08)	-0,11 (0,002)	-0,066 (0,001)	0,04
<b>Délais fournisseurs</b>						
1993.....	-0,40	-0,87	11,22 (0,157)	-0,129 (0,004)	-0,178 (0,002)	0,10
1994.....	2,35	3,79	11,15 (0,158)	-0,079 (0,004)	-0,13 (0,002)	0,05
1993-1994 .....	0,97	1,46	11,266 (0,111)	-0,091 (0,003)	-0,155 (0,001)	0,07
Notes : Seules les informations des entreprises présentes en 1992,1993 et 1994 ont été utilisées. De plus, pour les années 1993 et 1994, les observations des entreprises appartenant au premier ou au dernier centile pour les données suivantes : variation des délais clients, variation des délais fournisseurs, variation du solde du crédit interentreprises, taux de croissance du chiffre d'affaires, taux de croissance des achats n'ont pas été prises en compte lors de l'estimation de ces équations. Les écart-types sont donnés entre parenthèses.						
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises - Tél. : +33 (1) 42 92 41 24			Mise à jour le 16 août 1995			

#### 4.1.2. Répartition des entreprises suivant la variation des délais de paiement

Une deuxième approche consiste à étudier la répartition des entreprises suivant la variation de leur délais de paiement et du taux de croissance de leur chiffre d'affaires en 1993 et 1994 (cf. tableaux 1 et 2 en annexe). Le premier constat est que le pourcentage d'entreprises ayant un taux de croissance de leur chiffre d'affaires positif passe de 45,4 % en 1993 à 58,8 % en 1994. Si l'on considère uniquement les entreprises qui ont un taux de croissance supérieur à 1 %, cette proportion passe de 42,3 % à 55,5 %. Mais ces fortes augmentations se sont accompagnées d'une hausse des délais de paiement pour une proportion relativement plus importante. Ainsi, la proportion d'entreprises connaissant à la fois une augmentation de leur chiffre d'affaires supérieure à 1 % et une variation de leurs délais clients supérieure à un jour passe de 16,0 % en 1993 à 25,2 % en 1994. Pour les délais fournisseurs, ce pourcentage passe de 17,0 % à 27,4 %. De plus, le pourcentage d'entreprises qui connaissent une augmentation de plus de 30 jours de leurs délais clients est passée de 4,7 % en 1993 à 5,4 % en 1994. Cette augmentation est due à des entreprises qui ont un taux de croissance positif. Pour les délais fournisseurs, cette part passe de 6,4 % à 7,8 %.

On peut aussi noter que, en 1994, la relation inverse entre variation des délais et variation du taux de croissance n'est vérifiée que pour une petite majorité des entreprises : 52,9 % pour les délais clients et 52,3 % pour les délais fournisseurs.

Au total, la relation inverse entre taux de croissance de chiffre d'affaires et délais de paiement ne peut expliquer l'évolution constatée en 1994.

#### 4.1.3. Biais de mesure des délais de paiement en 1994

Le troisième élément d'explication est le problème du biais de mesure des délais de paiement ou de la modification de son ampleur. Cette hausse des délais de paiement pourrait alors être purement mécanique et s'expliquer par les problèmes de mesure. Du fait de l'utilisation de données annuelles pour mesurer un phénomène infra-annuel, le calcul des délais de paiement peut comporter un biais, puisque l'on rapporte un encours de créances (ou de dettes) de fin de période à un flux de chiffre d'affaires (ou d'achats) se rapportant à l'ensemble de l'année. En évolution, ce problème dépend de deux facteurs : l'existence éventuelle d'un biais chaque année, la variation d'amplitude du biais ou son changement de signe d'une année sur l'autre <sup>1</sup>.

En fait, comme le montre le tableau 3, que ce soit en 1993 ou en 1994, il existe un biais très faible et dans le même sens, conduisant ces deux années à une surestimation du niveau des délais de paiement. Ce biais est pour les entreprises clôturant leur exercice en fin d'année de 0,3 % en 1993 et de 1,4 % en 1994. Le biais étant plus important la seconde année, la hausse des délais de paiement pourrait être surestimée de 1 %, soit un biais de 0,6 jour pour des délais de l'ordre de 60 jours. Par contre, le phénomène semble plus important pour les entreprises du secteur manufacturier. Du fait des taux de croissance négatifs, le biais en 1993 aurait tendance à sous-estimer le niveau des délais de paiement de 1,5 %. En 1994, au contraire, le niveau des délais de paiement serait surestimé de 3,3 %. En évolution, les deux biais étant de signe contraire, l'augmentation des délais de paiement pourrait être de près de 5 %, soit une hausse de 3 jours pour des délais de 60 jours. Ces chiffres sont bien sûr des ordres de grandeur, mais ils montrent que l'enchaînement d'une année à croissance positive, après une année à croissance négative, peut avoir des effets non négligeables sur la mesure des délais de paiement. Ainsi, même si les chiffres agrégés ne permettent pas de conclure à l'existence d'un biais en 1994 pouvant expliquer l'augmentation des délais de paiement, les chiffres concernant le secteur manufacturier ne permettent pas de rejeter cette hypothèse. Les chiffres de croissance au niveau des différents secteurs de l'industrie connaissent des évolutions plus heurtées que celle du taux de croissance du PIB. Il semble donc que l'existence potentielle d'un biais ne puisse être rejetée et puisse être une explication importante de la hausse des délais de paiement constatée en 1994.

<sup>1</sup> En effet, si le biais existe chaque année et est de même signe et de même ampleur, il n'a pas d'impact sur la mesure de l'évolution des délais de paiement.

Tableau 3

ESTIMATION DU BIAIS LORS DE L'UTILISATION DE DONNÉES ANNUELLES POUR MESURER UN PHÉNOMÈME INFRA-ANNUEL										
	1993				Estimation du biais fin 1993	1994				Estimation du biais fin 1994
	Taux de croissance trimestriel (prix 1980)					Taux de croissance trimestriel (prix 1980)				
	1	2	3	4		1	2	3	4	
PIB.....	-1,3	0,1	0,2	0,2	0,997	0,9	1,4	0,9	0,9	0,986
Valeur ajoutée (produits manufacturés).....	-2,0	-0,9	-0,5	-1,3	1,015	2,5	5,1	0,2	2,7	0,967
Explication :										
Soit $Q_t$ le chiffre d'affaires annuel de l'année, $Q_1$ , $Q_2$ , $Q_3$ et $Q_4$ , les montants de chiffre d'affaires de chaque trimestre de l'année, et $\rho_1$ , $\rho_2$ , $\rho_3$ et $\rho_4$ , les taux de croissance trimestriels. On peut écrire:										
$Q_t = Q_1 + Q_2 + Q_3 + Q_4 = Q_4 \left( \frac{1}{(1+\rho_2)(1+\rho_3)(1+\rho_4)} + \frac{1}{(1+\rho_3)(1+\rho_4)} + \frac{1}{(1+\rho_4)} + 1 \right)$										
Pour une entreprise qui clôture son bilan au quatrième trimestre, le biais provient de l'estimation de la valeur du chiffre d'affaires du quatrième trimestre $Q_4$ par la valeur annuelle du chiffre d'affaires divisée par 4, soit $Q_t/4$ . Il s'écrit donc :										
$\text{biais} = \frac{Q_t}{Q_4} = \frac{1}{4} \left( \frac{1}{(1+\rho_2)(1+\rho_3)(1+\rho_4)} + \frac{1}{(1+\rho_3)(1+\rho_4)} + \frac{1}{(1+\rho_4)} + 1 \right)$										
- Il n'y a pas de biais si $\rho_2 = \rho_3 = \rho_4 = 0$ .										
- Si les taux de croissance trimestriels sont positifs, le chiffre d'affaires du quatrième trimestre est sous-estimé, impliquant une surestimation du niveau des délais de paiement.										
- À l'inverse, en cas de croissance négative, le chiffre d'affaires est surestimé, et le niveau des délais de paiement est sous-estimé.										
- En 1993, $\frac{Q_t}{Q_4}$ vaut 0,997. On sous-estime donc le chiffre d'affaires de 0,3% en utilisant $\frac{Q_t}{4}$ au lieu de $Q_4$ .										
Source : Comptes nationaux trimestriels - <i>Informations rapides</i> de L'INSEE - Premiers résultats, 6 septembre 1995										
Réalisation : Banque de France										
Observatoire des entreprises - Tél. : +33 (1) 42 92 41 24										
Mise à jour le 11 septembre 1995										

#### 4.1.4. L'évolution différenciée des délais de paiement suivant la taille des entreprises

Le dernier élément d'information concerne le taux de croissance du chiffre d'affaires élargi, calculé par taille d'entreprises. Il indique un comportement différencié suivant la taille des entreprises. En effet, la reprise a été particulièrement vive dans les grandes entreprises où l'activité, tirée par une hausse de 10,9 % des exportations, a progressé de 6,7 %, alors que les entreprises de moins de 500 salariés n'ont augmenté leur chiffre d'affaires que de 3,7 % (avec une hausse de 6,7 % de leurs ventes à l'étranger)<sup>1</sup>. Le rapprochement de ces résultats avec l'évolution des délais de paiement suivant la taille des entreprises est intéressant puisque la hausse des délais de paiement a été plus forte pour les grandes entreprises, que cette hausse soit calculée au niveau macro-économique (ratios moyens), comme les taux de croissance de chiffre d'affaires cités ci-dessus, ou au niveau micro-économique (moyenne non pondérée de ratios individuels), comme l'ensemble des informations sur les délais de paiement citées jusqu'à présent<sup>2</sup>. Ainsi, si l'on retient l'hypothèse d'un biais dû à la croissance du chiffre d'affaires, ce

<sup>1</sup> Informations calculées à partir de l'échantillon de la Centrale de bilans de la Banque de France, cf. Bardes B., Lecoupeur Y. et Sauvé A. [1995]

<sup>2</sup> Cf. note du graphique D en annexe en ce qui concerne l'industrie

biais serait plus important pour les grandes entreprises que pour les autres puisqu'elles connaissent une reprise plus forte, et entraînerait ainsi une augmentation apparente plus importante de leurs délais de paiement <sup>1</sup>.

Tableau 4

<b>VARIATION DES DÉLAIS DE PAIEMENT ENTRE 1993 ET 1994 PAR TAILLE D'ENTREPRISES</b>				
<i>(en jours)</i>				
		< 20	20-499	> 500
Délais clients (en jours de chiffre d'affaires)	Moyenne non pondérée de ratios individuels	0,8	1,7	2,6
	Ratio moyen : moyenne pondérée de ratios individuels	0,6	0,9	1,5
Délais fournisseurs (en jours d'achats)	Moyenne non pondérée de ratios individuels	0,7	2,2	4,1
	Ratio moyen : moyenne pondérée de ratios individuels	0,4	1,5	2,1
Note : Les chiffres en moyennes pondérées et en ratios moyens ne sont pas tout à fait comparables en 1994, puisque les premiers sont redressés pour tenir compte de l'absence de l'ensemble des bilans. Ce redressement, toutes tailles confondues, accroît le niveau de la moyenne non pondérée des délais de paiement. Il n'est pas effectué sur les ratios moyens, c'est-à-dire les moyennes pondérées des ratios individuels.				
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24				
Mise à jour le 16 août 1995				

#### ***4.2. La poursuite de l'évolution différenciée du solde du crédit interentreprises suivant la taille des entreprises***

L'ensemble des entreprises supporte en moyenne une charge de financement de l'ordre de 17 jours de chiffre d'affaires en 1994. Cette charge est proche de 30 jours pour les entreprises de l'industrie. Comme le montrent les graphiques C et E, ces évolutions s'inscrivent dans le prolongement des tendances passées.

En fait, sur l'ensemble de la période étudiée, le phénomène important qui caractérise l'évolution du crédit interentreprises continue d'être la divergence de comportement des entreprises suivant leur taille. L'analyse économétrique par secteur d'activité (cf. tableau 5 en annexe) et le tableau ci-dessous montrent que cette évolution divergente du solde du crédit interentreprises suivant leur taille est un phénomène qui se constate dans tous les secteurs <sup>2</sup>. Les grandes entreprises voient au cours de la période leur charge fortement diminuer, alors que les très petites entreprises, qui, bien que globalement prêteuses, étaient dans une situation beaucoup plus favorable que celle des autres entreprises, voient leur situation relative se dégrader. Dans tous les secteurs d'activité au niveau de la NAF 16, le solde du crédit interentreprises s'alourdit pour les entreprises de moins de 20 salariés et au contraire connaît un allègement pour les entreprises de plus de 500 salariés (cf. tableau 5).

<sup>1</sup> L'enquête semestrielle de l'INSEE sur la situation de trésorerie dans l'industrie montre que la situation de trésorerie des entreprises industrielles s'est améliorée avec la reprise. Entre 1993 et 1994, cette amélioration se manifeste pour toutes les entreprises, quelle que soit leur taille ou leur secteur d'activité. On peut cependant noter qu'elle est plus importante pour les entreprises de plus de 500 salariés (cf. *Informations Rapides*, Série I, Derniers résultats, numéro 194, 10 juillet 1995).

<sup>2</sup> Cf. Kremp É. et Truy C. [1995b] pour une représentation graphique par secteur et par taille

Tableau 5

<b>VARIATION DU SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES ENTRE 1988 ET 1994 ET NIVEAU ATTEINT EN 1994, PAR SECTEUR EN NAF 16</b>				
<i>(moyennes non pondérées de ratios individuels, exprimées en jours de chiffre d'affaires)</i>				
Secteurs	Entreprises de moins de 20salariés		Entreprises de plus de 500salariés	
	Variation du solde entre 1988 et 1994	Niveau du solde en 1994	Variation du solde entre 1988 et 1994	Niveau du solde en 1994
EM : Activités immobilières.....	16,9	11,7	–	–
EE : Industries des biens d'équipement.....	12,0	32,9	-7,6	39,7
ED : Industrie automobile.....	11,5	17,8	-3,0	18,9
EC : Industries des biens de consommation..	8,9	23,5	-1,5	31,0
EN : Services aux entreprises.....	8,3	38,9	-5,1	60,3
EH : Construction.....	7,0	32,2	-3,5	16,5
EF : Industries des biens intermédiaires.....	6,1	29,8	-9,3	32,4
EA : Agriculture, sylviculture et pêche.....	5,8	8,9	–	–
EJ : Commerce et réparations.....	3,4	-6,6	-1,0	-13,3
EP : Services aux particuliers.....	3,4	-13,6	-6,2	-1,1
EB : Industries agricoles et alimentaires.....	1,8	8,8	-12,3	7,5
EK : Transports.....	1,8	29,9	-4,1	22,7

Note : Les secteurs sont classés par ordre décroissant, sur la variation du solde des très petites entreprises entre 1988 et 1994.

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

La comparaison de l'approche macro-économique (ratios moyens) et l'approche micro-économique (moyennes de ratios non pondérées) montre que les différences de comportement sont aussi très importantes parmi les grandes entreprises (cf. graphiques C et E). Ainsi, calculé pour l'ensemble des secteurs, l'allègement du solde du crédit interentreprises pour les grandes entreprises entre 1988 et 1994 est de l'ordre de 9 jours en ratio moyen et de 5 jours en moyenne de ratios <sup>1</sup>.

En conclusion, la hausse des délais de paiement a été significative en 1994, et s'inscrit en rupture avec les années précédentes. Alors que la majorité des entreprises connaissent un taux de croissance positif de leur chiffre d'affaires et que, dans l'ensemble, les entreprises voient une amélioration de leur situation financière et de leurs résultats d'exploitation <sup>2</sup>, ce mouvement reste difficile à interpréter globalement. Cette interprétation est rendue d'autant plus délicate que sont utilisées des données annuelles pour appréhender une réalité infra-annuelle. À cet égard, il est intéressant d'observer que les

<sup>1</sup> Il a été souligné que le niveau des ratios moyens doit être interprété avec précaution en 1994, puisque aucune correction n'est faite sur cette statistique. On peut cependant remarquer que cette différence de niveau et d'évolution entre l'approche macro-économique et l'approche micro-économique était de même ampleur en 1993.

<sup>2</sup> « La situation du système productif en 1994 » décrit, à partir de l'échantillon de la Centrale de bilans de la Banque de France, les évolutions des entreprises de l'industrie (cf. Bardes, Lecoupeur, Sauvé [1995]). « L'économie française » analyse l'évolution de l'économie de la France à partir des Comptes de la Nation. Cette dernière publication fournit des éléments sur l'ensemble des entreprises. L'amélioration de la situation financière se constate sur cet ensemble.

grandes entreprises, pour lesquelles la reprise est plus rapide, ont aussi une plus forte augmentation de leurs délais de paiement, et n'ont pas de difficultés de trésorerie.

Indépendamment de ces mouvements conjoncturels, l'étude montre que l'évolution du solde du crédit interentreprises continue à être différente suivant la taille. Les écarts entre le solde du crédit interentreprises des très petites entreprises et les soldes des PME et des grandes entreprises continuent à se réduire même si, dans certains secteurs, les très petites entreprises restent dans une situation relativement plus favorable que les grandes.

Ce phénomène important explique pourquoi l'évolution du solde du crédit interentreprises est différente suivant qu'on l'étudie d'un point de vue macro-économique ou micro-économique. Dans le premier cas, on constate un allègement du poids du crédit interentreprises sur la période étudiée, faible mais régulier. Dans le second cas, on note un alourdissement du poids du crédit interentreprises, lui aussi faible et régulier.

## Liste des annexes

### GRAPHIQUES

- Graphique A Délais clients par taille de 1988 à 1994  
Ensemble de l'économie, en jours de chiffre d'affaires
- Graphique B Délais fournisseurs par taille de 1988 à 1994  
Ensemble de l'économie, en jours d'achats
- Graphique C Solde du crédit interentreprises par taille de 1988 à 1994  
Ensemble de l'économie, en jours de chiffre d'affaires
- Graphique D Délais clients par taille de 1988 à 1994  
Industrie, en jours de chiffre d'affaires
- Graphique E Délais fournisseurs par taille de 1988 à 1994  
Industrie, en jours d'achats
- Graphique F Solde du crédit interentreprises par taille de 1988 à 1994  
Industrie, en jours de chiffre d'affaires

### TABLEAUX

- Tableau 1 Répartition en pourcentage des entreprises selon leur taux de croissance et la variation de leurs délais clients en 1993 et en 1994
- Tableau 2 Répartition en pourcentage des entreprises selon leur taux de croissance et la variation de leurs délais fournisseurs en 1993 et en 1994
- Tableau 3 Délais clients  
Estimation de la tendance annuelle par secteur et par taille
- Tableau 4 Délais fournisseurs  
Estimation de la tendance annuelle par secteur et par taille
- Tableau 5 Solde du crédit interentreprises  
Estimation de la tendance annuelle par secteur et par taille

## LECTURE DES GRAPHIQUES

À chaque fois, un graphique en ratios moyens et un graphique en moyenne de ratios individuels sont donnés.

Soit  $X_i$  le numérateur d'un ratio et  $Y_i$  son dénominateur pour une entreprise  $i$  d'un échantillon de  $n$  entreprises.

Le ratio moyen, concept plus macro-économique, rapporte la somme des numérateurs à la somme des dénominateurs, et peut s'interpréter comme une moyenne pondérée (par le dénominateur  $Y_i$ ) de ratios individuels  $\frac{X_i}{Y_i}$ .

$$\text{Il s'écrit } RM = \frac{\sum_i X_i}{\sum_i Y_i} = \sum_i \left( \frac{Y_i}{\sum_i Y_i} \right) * \left( \frac{X_i}{Y_i} \right).$$

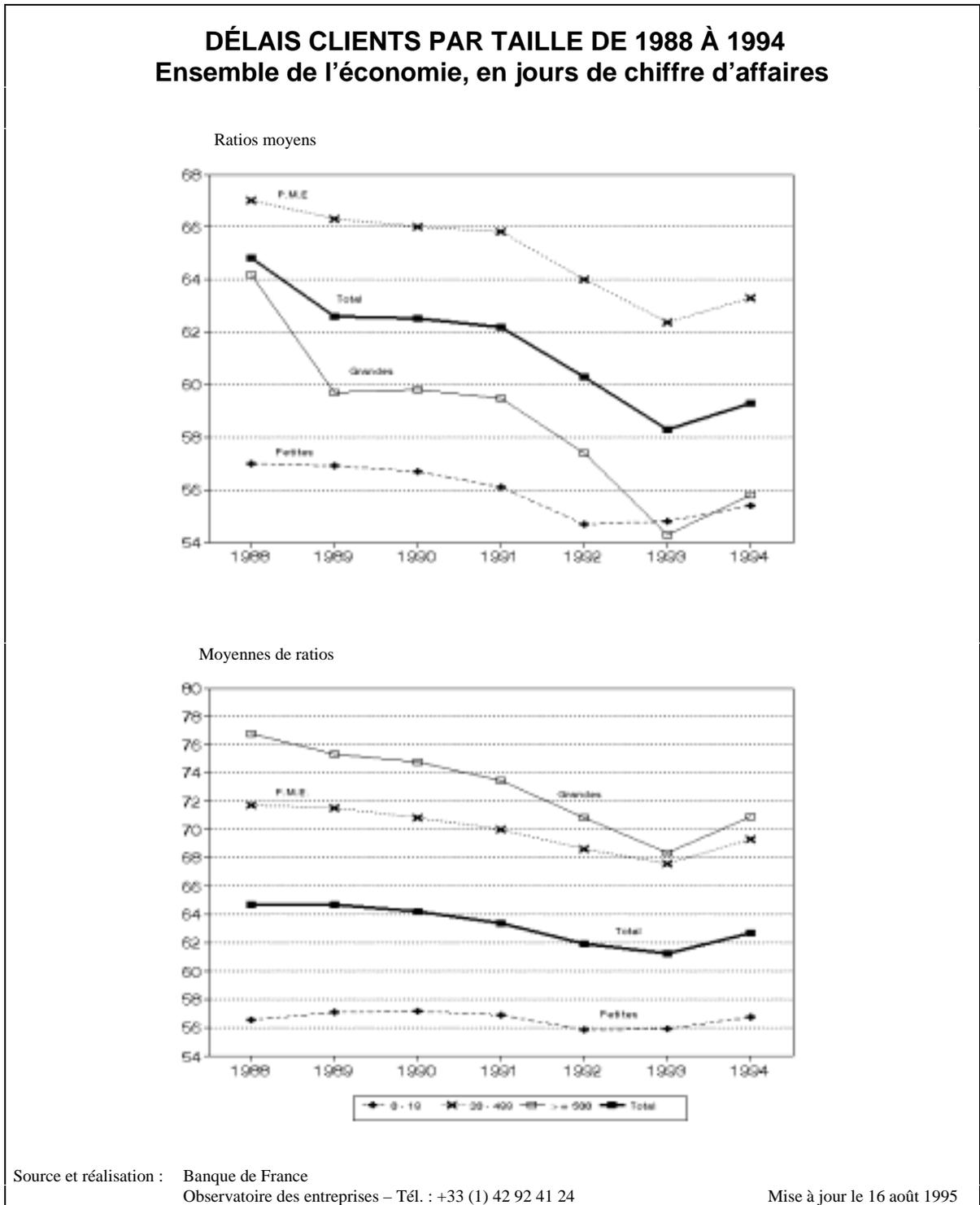
Ainsi, les entreprises de grande taille exercent un poids plus important sur le niveau du ratio moyen.

La moyenne  $\bar{Z}$  des ratios  $Z_i = \frac{X_i}{Y_i}$  pour  $n$  entreprises s'écrit :  $\bar{Z} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{X_i}{Y_i}$ . C'est une moyenne non pondérée.

Les niveaux des ratios moyens (moyennes pondérées par la taille des entreprises) et des moyennes de ratios (moyennes non pondérées) sont fort différents pour les PME et surtout pour les grandes entreprises. Ces écarts de niveau soulignent que la dispersion des délais ou du solde, entre les entreprises appartenant à une même classe de taille, est d'autant plus forte que les entreprises sont grandes.

Les chiffres pour 1994 ne sont pas directement comparables. Les chiffres pour les ratios moyens sont bruts, tandis que les moyennes de ratios sont redressées pour tenir compte du fait que l'ensemble des bilans pour 1994 n'est pas encore disponible.

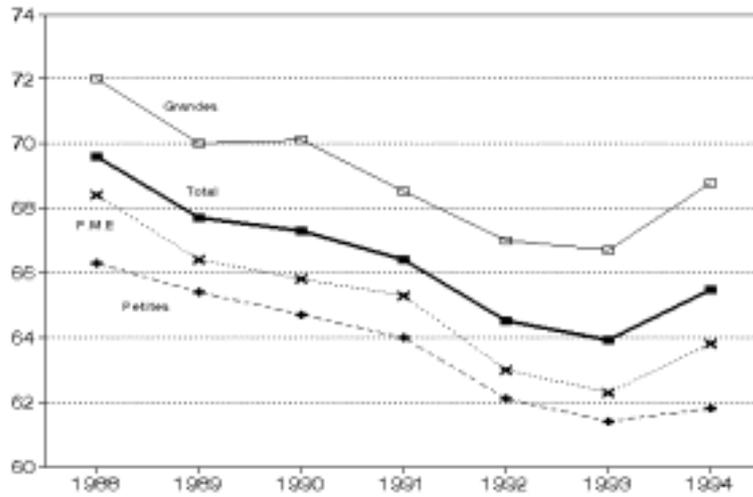
Graphique A



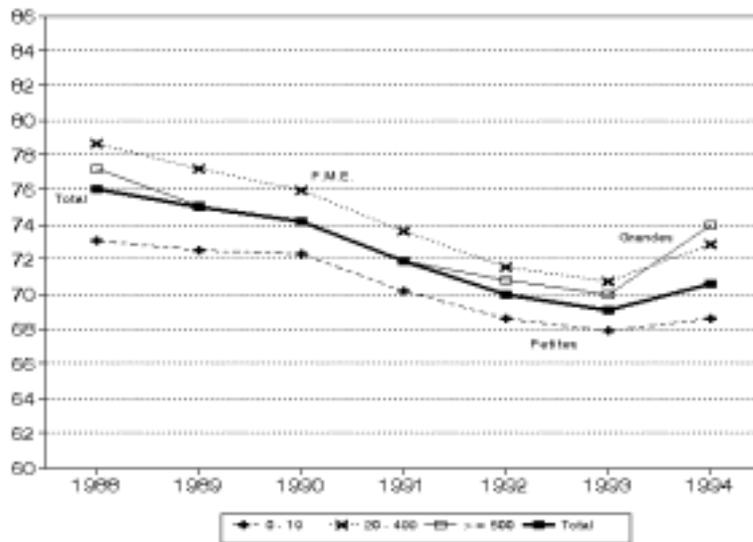
Graphique B

### DÉLAIS FOURNISSEURS PAR TAILLE DE 1988 À 1994 Ensemble de l'économie, en jours d'achats

Ratios moyens



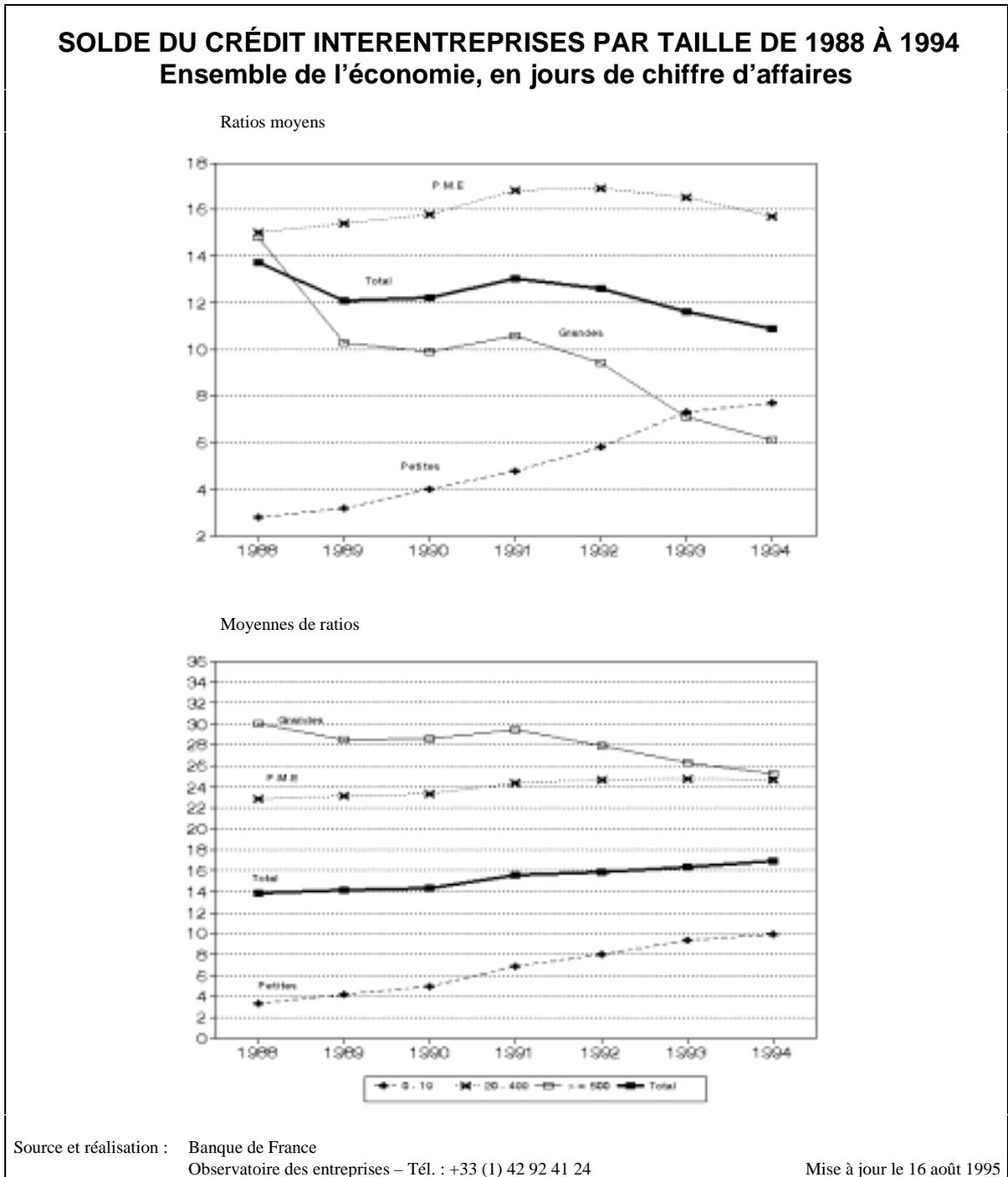
Moyennes de ratios



Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

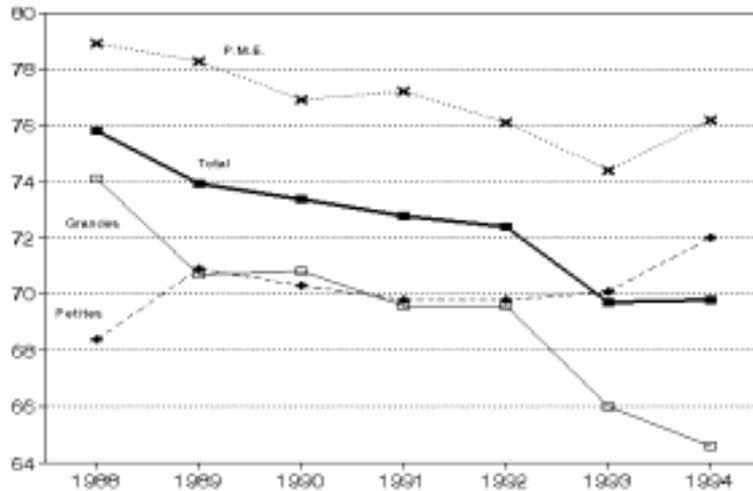
Graphique C



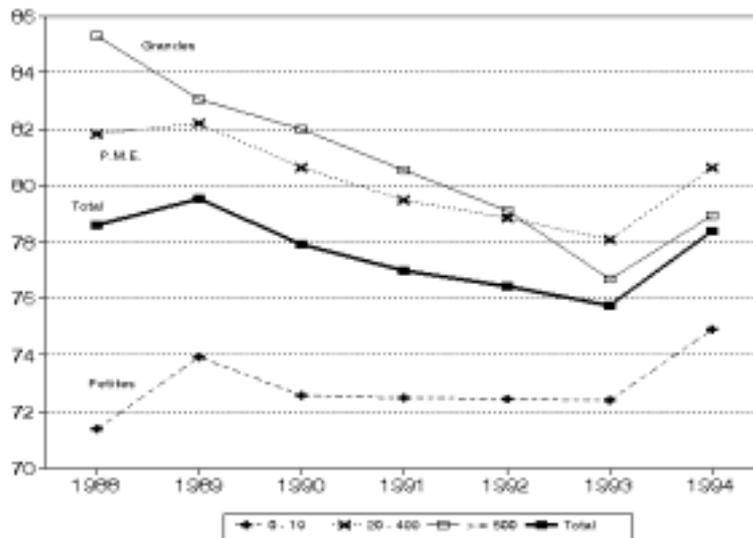
## Graphique D

### DÉLAIS CLIENTS PAR TAILLE DE 1988 À 1994 Industrie, en jours de chiffre d'affaires

Ratios moyens



Moyennes de ratios

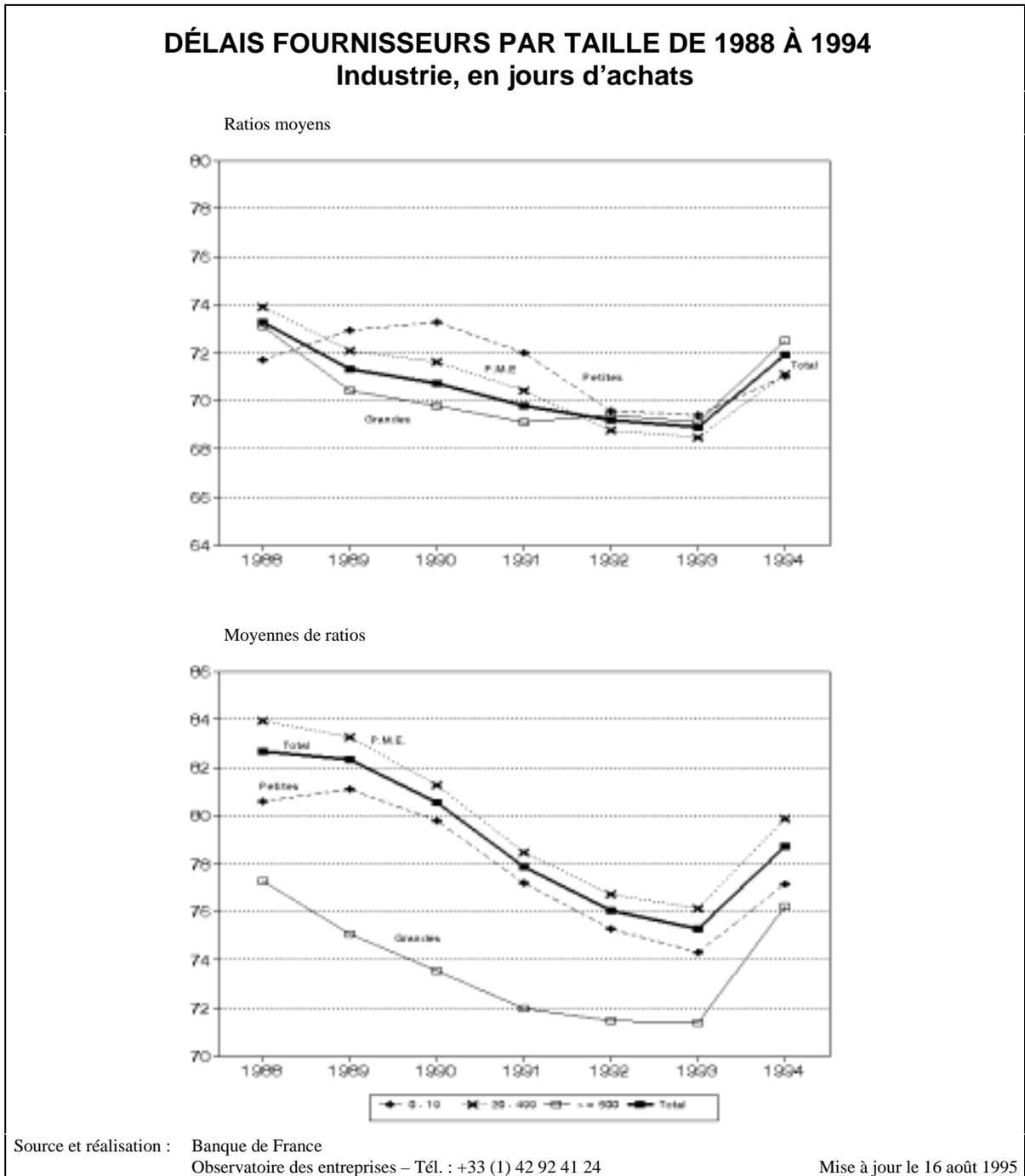


La baisse du ratio moyen des délais clients des grandes entreprises de l'industrie entre 1993 et 1994 est due à la forte diminution de ce ratio pour les entreprises de plus de 2 000 salariés dans les secteurs des industries agricoles et alimentaires, des industries de biens de consommation et des industries des biens d'équipement. Dans chacun de ces trois secteurs, l'échantillon de 1994 comprend moins d'entreprises que l'échantillon de 1993 (deux entreprises en moins pour les deux premiers secteurs, neuf pour le dernier). Du fait de la forte hétérogénéité du comportement des très grandes entreprises, il est trop tôt pour dire si cette baisse est due à un réel phénomène économique ou à l'absence des informations concernant quelques très grandes entreprises.

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

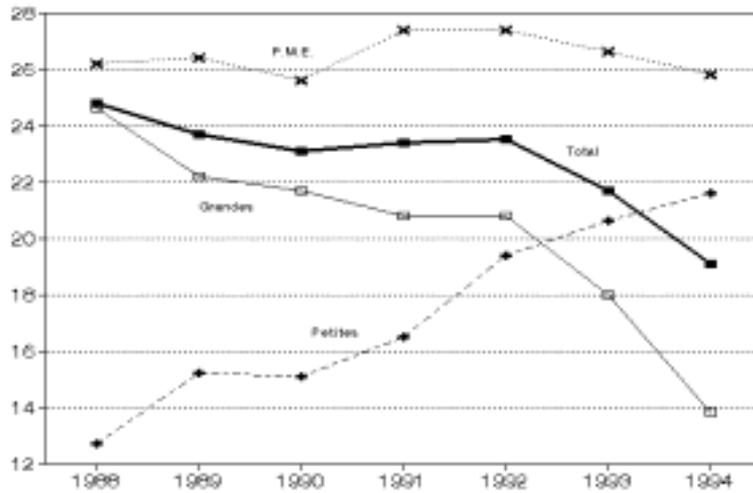
## Graphique E



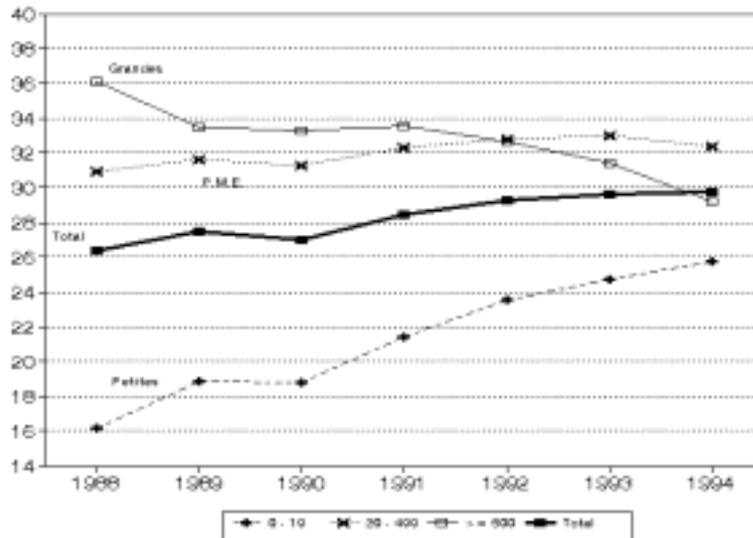
Graphique F

### SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES PAR TAILLE DE 1988 À 1994 Industrie, en jours de chiffre d'affaires

Ratios moyens



Moyennes de ratios



Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

Tableau 1

### RÉPARTITION DES ENTREPRISES SELON LEUR TAUX DE CROISSANCE ET LA VARIATION DE LEURS DÉLAIS CLIENTS EN 1993 ET EN 1994

(en pourcentage du nombre d'entreprises)

1993/1992	Taux de croissance du chiffre d'affaires													Ensemble
	> à -20 %	Entre -20 et -15 %	Entre -15 et -5 %	Entre -5 et -1 %	Sous-total	Entre -1 et 0 %	Entre 0 et 1 %	Sous-total	Entre 1 et 5 %	Entre 5 et 15 %	Entre 15 et 20 %	>20 %	Sous-total	
Réduction de plus de 30 jours	0,5	0,3	0,8	0,3		0,1	0,1		0,4	0,6	0,3	1,0		4,3
Réduction de 15 à 30 jours	0,9	0,5	1,8	0,9		0,2	0,2		0,9	1,7	0,5	1,4		9,1
Réduction de 5 à 15 jours	1,3	0,9	3,5	2,1		0,5	0,6		2,0	3,2	0,8	1,8		16,6
Réduction de 1 à 5 jours	0,9	0,7	3,0	1,9		0,5	0,5		1,8	2,5	0,6	1,0		13,3
<b>Sous-total</b>					<b>20,3</b>			<b>2,6</b>					<b>20,4</b>	<b>43,3</b>
Réduction de moins de 1 jour	0,3	0,2	1,4	0,9		0,3	0,3		1,0	1,2	0,2	0,4		6,2
Augmentation de moins de 1 jour	0,4	0,4	1,7	1,2		0,3	0,3		1,1	1,4	0,3	0,4		7,4
<b>Sous-total</b>					<b>6,5</b>			<b>1,2</b>					<b>5,9</b>	<b>13,6</b>
Augmentation de 1 à 5 jours	1,1	0,8	3,2	1,8		0,5	0,4		1,6	2,3	0,5	0,8		13,0
Augmentation de 5 à 15 jours	2,0	1,2	4,0	2,0		0,5	0,5		1,7	2,5	0,6	1,2		16,1
Augmentation de 15 à 30 jours	1,7	0,8	2,2	0,9		0,2	0,2		0,8	1,3	0,3	0,9		9,3
Augmentation de plus de 30 jours	1,3	0,4	1,0	0,4		0,1	0,1		0,3	0,6	0,1	0,5		4,7
<b>Sous-total</b>					<b>24,6</b>			<b>2,5</b>					<b>16,0</b>	<b>43,1</b>
<b>Ensemble</b>	<b>10,5</b>	<b>6,2</b>	<b>22,6</b>	<b>12,2</b>	<b>51,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>6,3</b>	<b>11,4</b>	<b>17,4</b>	<b>4,2</b>	<b>9,3</b>	<b>42,3</b>	<b>100,0</b>

1994/1993	> à -20 %	Entre -20 et -15 %	Entre -15 et -5 %	Entre -5 et -1 %	Sous-total	Entre -1 et 0 %	Entre 0 et 1 %	Sous-total	Entre 1 et 5 %	Entre 5 et 15 %	Entre 15 et 20 %	>20 %	Sous-total	Ensemble
Réduction de plus de 30 jours	0,3	0,1	0,5	0,2		0,1	0,1		0,3	0,6	0,3	1,1		3,6
Réduction de 15 à 30 jours	0,5	0,3	1,1	0,6		0,2	0,2		0,7	1,7	0,6	1,7		7,6
Réduction de 5 à 15 jours	0,7	0,5	2,2	1,5		0,4	0,4		1,7	3,5	1,1	2,5		14,5
Réduction de 1 à 5 jours	0,5	0,4	2,0	1,5		0,4	0,5		2,0	3,1	0,8	1,6		12,8
<b>Sous-total</b>					<b>12,9</b>			<b>2,2</b>					<b>23,3</b>	<b>38,4</b>
Réduction de moins de 1 jour	0,2	0,2	1,1	0,9		0,3	0,3		1,0	1,5	0,3	0,6		6,3
Augmentation de moins de 1 jour	0,3	0,3	1,4	1,2		0,3	0,3		1,2	1,5	0,4	0,5		7,4
<b>Sous-total</b>					<b>5,5</b>			<b>1,2</b>					<b>7,0</b>	<b>13,7</b>
Augmentation de 1 à 5 jours	0,6	0,4	2,4	1,8		0,6	0,6		2,1	3,3	0,8	1,4		14,0
Augmentation de 5 à 15 jours	1,2	0,7	3,1	2,0		0,6	0,6		2,2	4,4	1,1	2,3		18,0
Augmentation de 15 à 30 jours	1,0	0,6	2,0	1,0		0,3	0,3		1,1	2,1	0,7	1,5		10,5
Augmentation de plus de 30 jours	1,0	0,4	1,0	0,5		0,1	0,1		0,4	0,8	0,3	0,9		5,4
<b>Sous-total</b>					<b>19,6</b>			<b>3,1</b>					<b>25,2</b>	<b>47,9</b>
<b>Ensemble</b>	<b>6,4</b>	<b>3,8</b>	<b>16,5</b>	<b>11,2</b>	<b>37,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>6,6</b>	<b>12,9</b>	<b>22,2</b>	<b>6,4</b>	<b>14,1</b>	<b>55,5</b>	<b>100,0</b>

---

Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 1994

Note : Les entreprises qui ont un taux de croissance du chiffre d'affaires compris entre 1 % et 1 % et/ou celles qui connaissent une réduction ou une augmentation de leurs délais inférieure à 1 jour ne sont pas comprises dans les colonnes intitulées sous-total. Cela permet de distinguer les entreprises qui connaissent des faibles variations des autres.

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

Tableau 2

### RÉPARTITION DES ENTREPRISES SELON LEUR TAUX DE CROISSANCE ET LA VARIATION DE LEURS DÉLAIS FOURNISSEURS EN 1993 ET EN 1994

(en pourcentage du nombre d'entreprises)

1993/1992	Taux de croissance du chiffre d'affaires													Ensemble
	> à -20 %	Entre -20 et -15 %	Entre -15 et -5 %	Entre -5 et -1 %	Sous-total	Entre -1 et 0 %	Entre 0 et 1 %	Sous-total	Entre 1 et 5 %	Entre 5 et 15 %	Entre 15 et 20 %	> 20 %	Sous-total	
Réduction de plus de 30 jours	0,8	0,4	1,1	0,6		0,1	0,1		0,6	1,2	0,4	1,2		6,6
Réduction de 15 à 30 jours	1,1	0,6	2,3	1,2		0,4	0,3		1,3	2,3	0,7	1,6		11,7
Réduction de 5 à 15 jours	1,3	1,0	3,9	2,3		0,6	0,7		2,3	3,6	0,9	1,8		18,3
Réduction de 1 à 5 jours	0,8	0,6	2,6	1,6		0,5	0,4		1,6	2,1	0,5	0,8		11,4
<b>Sous-total</b>					<b>22,3</b>			<b>3,0</b>					<b>22,7</b>	<b>48,1</b>
Réduction de moins de 1 jour	0,3	0,2	0,8	0,5		0,1	0,1		0,5	0,6	0,1	0,2		3,1
Augmentation de moins de 1 jour	0,3	0,2	0,7	0,5		0,1	0,1		0,4	0,6	0,1	0,2		3,2
<b>Sous-total</b>					<b>3,3</b>			<b>0,4</b>					<b>2,6</b>	<b>6,3</b>
Augmentation de 1 à 5 jours	0,9	0,7	2,7	1,6		0,4	0,4		1,4	1,8	0,4	0,7		11,0
Augmentation de 5 à 15 jours	1,9	1,2	4,3	2,2		0,5	0,6		1,9	2,8	0,6	1,2		17,2
Augmentation de 15 à 30 jours	1,8	0,9	2,7	1,2		0,3	0,3		0,9	1,6	0,4	0,9		11,1
Augmentation de plus de 30 jours	1,5	0,5	1,4	0,5		0,1	0,2		0,5	0,8	0,2	0,7		6,4
<b>Sous-total</b>					<b>25,9</b>			<b>2,8</b>					<b>17,0</b>	<b>45,6</b>
<b>Ensemble</b>	<b>10,5</b>	<b>6,2</b>	<b>22,6</b>	<b>12,2</b>	<b>51,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>6,3</b>	<b>11,4</b>	<b>17,4</b>	<b>4,2</b>	<b>9,3</b>	<b>42,3</b>	<b>100,0</b>

1994/1993	> à -20 %	Entre -20 et -15 %	entre -15 et -5 %	Entre -5 et -1 %	Sous-total	Entre -1 et 0 %	Entre 0 et 1 %	sous-total	Entre 1 et 5 %	Entre 5 et 15 %	Entre 15 et 20 %	> 20 %	Sous-total	Ensemble
Réduction de plus de 30 jours	0,5	0,2	0,7	0,4		0,1	0,1		0,5	1,0	0,3	1,3		5,1
Réduction de 15 à 30 jours	0,6	0,4	1,4	0,9		0,2	0,3		1,1	2,0	0,7	2,0		9,5
Réduction de 5 à 15 jours	0,7	0,5	2,5	1,8		0,5	0,6		2,2	4,0	1,1	2,4		16,2
Réduction de 1 à 5 jours	0,4	0,3	1,7	1,3		0,4	0,4		1,7	2,5	0,7	1,3		10,6
<b>Sous-total</b>					<b>14,2</b>			<b>2,7</b>					<b>24,6</b>	<b>41,5</b>
Réduction de moins de 1 jour	0,2	0,1	0,5	0,4		0,1	0,2		0,5	0,7	0,2	0,3		3,3
Augmentation de moins de 1 jour	0,1	0,1	0,6	0,4		0,1	0,2		0,5	0,8	0,2	0,3		3,3
<b>Sous-total</b>					<b>2,4</b>			<b>0,6</b>					<b>3,5</b>	<b>6,5</b>
Augmentation de 1 à 5 jours	0,5	0,4	2,0	1,4		0,5	0,4		1,7	2,7	0,7	1,2		11,5
Augmentation de 5 à 15 jours	1,1	0,8	3,4	2,3		0,7	0,7		2,5	4,4	1,2	2,3		19,4
Augmentation de 15 à 30 jours	1,1	0,7	2,4	1,4		0,4	0,3		1,5	2,8	0,9	1,8		13,3
Augmentation de plus de 30 jours	1,2	0,5	1,3	0,7		0,2	0,2		0,7	1,3	0,4	1,2		7,8
<b>Sous-total</b>					<b>21,3</b>			<b>3,3</b>					<b>27,4</b>	<b>52,0</b>
<b>Ensemble</b>	<b>6,4</b>	<b>3,8</b>	<b>16,5</b>	<b>11,2</b>	<b>37,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>6,6</b>	<b>12,9</b>	<b>22,2</b>	<b>6,4</b>	<b>14,1</b>	<b>55,5</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

Tableau 3

**DÉLAIS CLIENTS**  
**ESTIMATION DE LA TENDANCE ANNUELLE PAR SECTEUR ET PAR TAILLE**

Secteurs d'activité		Années	Significativité de l'interaction entre la taille et la tendance	Estimation de la tendance annuelle		
				< 20	20 à 499	≥ 500
EA	Agriculture, sylviculture et pêche	1988-1993	non	0,17 (0,38)	-0,12 (0,43)	-
		1988-1994	non	0,26 (0,30)	0,10 (0,34)	-
EB	Industries agricoles et alimentaires	1988-1993	non	-0,37 (0,16)	-0,57 (0,14)	-1,63 (0,63)
		1988-1994	oui	-0,49 (-0,13)	-0,87 (0,11)	-1,64 (0,51)
EC	Industries des biens de consommation	1988-1993	non	-0,18 (0,17)	-0,50 (0,13)	-0,90 (0,63)
		1988-1994	oui	-0,01 (0,14)	-0,50 (0,10)	-0,61 (0,51)
ED	Industrie automobile	1988-1993	oui	0,97 (0,58)	-0,71 (0,37)	-0,32 (0,94)
		1988-1994	oui	1,30 (0,47)	-0,12 (0,30)	0,52 (0,75)
EE	Industries des biens d'équipement	1988-1993	oui	-0,79 (0,17)	-1,42 (0,13)	-2,55 (0,66)
		1988-1994	oui	-0,26 (0,14)	-0,62 (0,11)	-2,15 (0,53)
EF	Industries des biens intermédiaires	1988-1993	oui	-0,61 (0,10)	-1,18 (0,08)	-1,96 (0,40)
		1988-1994	oui	-0,05 (0,08)	-0,66 (0,06)	-1,53 (0,33)
EH	Construction	1988-1993	non	-0,20 (0,13)	-0,48 (0,10)	-1,50 (0,83)
		1988-1994	oui	0,01 (0,10)	-0,26 (0,08)	-1,28 (0,68)
EJ	Commerce et réparations	1988-1993	oui	-0,63 (0,05)	-0,93 (0,07)	-1,56 (0,58)
		1988-1994	oui	-0,60 (0,04)	-0,84 (0,06)	-1,15 (0,46)
EK	Transports	1988-1993	non	-0,69 (0,16)	-0,98 (0,13)	-1,41 (0,88)
		1988-1994	oui	-0,33 (0,13)	-0,78 (0,11)	-1,45 (0,71)
EM	Activités immobilières	1988-1993	oui	1,10 (0,40)	-0,92 (0,69)	-
		1988-1994	oui	0,90 (0,32)	-1,78 (0,54)	-
EN	Services aux entreprises	1988-1993	non	-1,01 (0,18)	-0,87 (0,17)	-2,08 (0,80)
		1988-1994	non	-0,97 (0,15)	-0,73 (0,14)	-1,44 (0,65)
EP	Services aux particuliers	1988-1993	oui	-0,10 (0,16)	-0,65 (0,15)	-2,34 (0,87)
		1988-1994	oui	-0,25 (0,12)	-0,73 (0,12)	-2,48 (0,70)

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

Tableau 4

**DÉLAIS FOURNISSEURS**  
**ESTIMATION DE LA TENDANCE ANNUELLE PAR SECTEUR ET PAR TAILLE**

Secteurs d'activité		Années	Significativité de l'interaction entre la taille et la tendance	Estimation de la tendance annuelle		
				< 20	20 à 499	≥ 500
EA	Agriculture, sylviculture et pêche	1988-1993	non	-0,75 (0,40)	-0,44 (0,45)	-
		1988-1994	non	-0,59 (0,32)	-0,24 (0,36)	-
EB	Industries agricoles et alimentaires	1988-1993	non	-0,23 (0,17)	-0,63 (0,15)	-0,13 (0,68)
		1988-1994	non	-0,36 (-0,14)	-0,70 (0,12)	0,20 (0,54)
EC	Industries des biens de consommation	1988-1993	oui	-2,05 (0,16)	-1,49 (0,12)	-0,96 (0,58)
		1988-1994	oui	-1,65 (0,13)	-1,16 (0,10)	-0,51 (0,48)
ED	Industrie automobile	1988-1993	non	-1,23 (0,54)	-2,49 (0,34)	-1,14 (0,87)
		1988-1994	oui	-0,62 (0,44)	-1,47 (0,28)	0,26 (0,70)
EE	Industries des biens d'équipement	1988-1993	non	-3,18 (0,16)	-2,92 (0,12)	-2,57 (0,61)
		1988-1994	oui	-2,31 (0,13)	-1,87 (0,10)	-1,73 (0,50)
EF	Industries des biens intermédiaires	1988-1993	oui	-1,89 (0,11)	-2,05 (0,08)	-1,11 (0,42)
		1988-1994	oui	-1,15 (0,09)	-1,28 (0,06)	-0,30 (0,34)
EH	Construction	1988-1993	non	-2,06 (0,11)	-1,95 (0,08)	-2,19 (0,69)
		1988-1994	non	-1,50 (0,08)	-1,34 (0,07)	-1,26 (0,56)
EJ	Commerce et réparations	1988-1993	oui	-1,17 (0,05)	-1,42 (0,07)	-1,70 (0,57)
		1988-1994	non	-1,12 (0,04)	-1,29 (0,06)	-1,21 (0,45)
EK	Transports	1988-1993	non	-1,60 (0,17)	-1,81 (0,14)	-1,69 (0,87)
		1988-1994	non	-1,39 (0,13)	-1,51 (0,11)	-1,77 (0,73)
EM	Activités immobilières	1988-1993	oui	1,55 (0,41)	-0,39 (0,70)	-
		1988-1994	oui	1,43 (0,33)	-0,29 (0,56)	-
EN	Services aux entreprises	1988-1993	non	-1,37 (0,18)	-0,31 (0,18)	-1,72 (0,80)
		1988-1994	non	-1,34 (0,14)	-1,22 (0,14)	-1,16 (0,64)
EP	Services aux particuliers	1988-1993	non	-0,34 (0,24)	-1,05 (0,22)	-1,40 (1,27)
		1988-1994	non	-0,64 (0,19)	-1,13 (0,17)	-1,71 (1,03)

Source et réalisation : Banque de France  
 Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

Tableau 5

**SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES  
ESTIMATION DE LA TENDANCE ANNUELLE PAR SECTEUR ET PAR TAILLE**

Secteurs d'activité		Années	Significativité de l'interaction entre la taille et la tendance	Estimation de la tendance annuelle		
				< 20	20 à 499	≥ 500
EA	Agriculture, sylviculture et pêche	1988-1993	oui	1,57 (0,39)	0,23 (0,44)	–
		1988-1994	oui	1,42 (0,31)	0,40 (0,34)	–
EB	Industries agricoles et alimentaires	1988-1993	oui	0,28 (0,16)	-0,03 (0,14)	-1,54 (0,62)
		1988-1994	oui	0,24 (-0,13)	-0,25 (0,11)	-1,74 (0,50)
EC	Industries des biens de consommation	1988-1993	oui	1,71 (0,18)	0,36 (0,13)	-0,21 (0,65)
		1988-1994	oui	1,68 (0,14)	0,18 (0,11)	-0,28 (0,53)
ED	Industrie automobile	1988-1993	oui	2,59 (0,60)	1,06 (0,38)	0,16 (0,97)
		1988-1994	oui	2,35 (0,48)	0,89 (0,31)	-0,10 (0,77)
EE	Industries des biens d'équipement	1988-1993	non	2,23 (0,18)	0,88 (0,14)	-0,76 (0,68)
		1988-1994	oui	2,15 (0,14)	0,89 (0,11)	-0,84 (0,54)
EF	Industries des biens intermédiaires	1988-1993	oui	1,11 (0,11)	0,11 (0,08)	-1,08 (0,44)
		1988-1994	oui	1,18 (0,09)	0,09 (0,07)	-1,29 (0,36)
EH	Construction	1988-1993	oui	1,43 (0,13)	0,71 (0,10)	0,25 (0,81)
		1988-1994	oui	1,28 (0,20)	0,57 (0,08)	-0,36 (0,66)
EJ	Commerce et réparations	1988-1993	oui	0,63 (0,05)	0,45 (0,07)	-0,08 (0,54)
		1988-1994	oui	0,61 (0,04)	0,40 (0,06)	-0,01 (0,43)
EK	Transports	1988-1993	non	-0,05 (0,15)	-0,30 (0,13)	-0,97 (0,81)
		1988-1994	oui	0,29 (0,12)	-0,22 (0,10)	-1,15 (0,68)
EM	Activités immobilières	1988-1993	oui	2,46 (0,44)	-0,14 (0,76)	–
		1988-1994	oui	2,70 (0,35)	-0,54 (0,59)	–
EN	Services aux entreprises	1988-1993	oui	1,34 (0,19)	-0,01 (0,18)	-1,80 (0,83)
		1988-1994	oui	1,37 (0,15)	0,16 (0,15)	-1,34 (0,67)
EP	Services aux particuliers	1988-1993	oui	0,12 (0,18)	-0,42 (0,17)	-2,04 (0,98)
		1988-1994	oui	0,21 (0,14)	-0,36 (0,13)	-1,93 (0,79)

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 16 août 1995

## Références bibliographiques

Bardos B., Lecoupeur Y. et Sauvé A. (1995) : « La situation du système productif en 1994 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 21, septembre, pp. 97-104.

Bardos M. (1994) : « Délais de paiement et détection précoce des défaillances d'entreprises », *Bulletin de la Banque de France*, supplément « Études » 1<sup>er</sup> trimestre 1994, pp. 97-103.

CNC (1993) : « Second rapport de l'Observatoire des délais de paiement », juin.

CNC (1994) : « Troisième rapport de l'Observatoire des délais de paiement », octobre.

Dietsch M. (1991) : « Le crédit interentreprises : constat sur la période récente et effets attendus d'une réduction des délais de paiement », Document de travail, Direction des Statistiques économiques, INSEE, 73 pages, juillet.

Dietsch M. et Lartisien B. (1994) : « Crédit interentreprises et récession économique : l'évolution des délais de paiement au début des années 1990 », SCRL, avril.

INSEE (1995a) : Situation de trésorerie dans l'industrie, *Informations rapides*, Derniers résultats, Série I, numéro 194, 10 juillet.

INSEE (1995b) : Comptes nationaux trimestriels, *Informations rapides*, Premiers résultats, Série F, numéro 242, 6 septembre.

Kremp É. et Boissonade D. (1994a) : « Caractéristiques des délais de paiement et du crédit interentreprises de 1988 à 1992 », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, B 94/04, Banque de France, 66 pages, janvier.

Kremp É. et Boissonade D. (1994b) : « Le crédit interentreprises reste une charge pour les PME malgré la diminution des délais de paiement », *Économie et Statistique*, N° 271-272, pp. 115-128.

Kremp É. et Truy C. (1994) : « Estimation des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1993 », *Bulletin de la Banque de France*, N° 12, décembre, pp. 115-143.

Kremp É. et Truy C. (1995a) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : Statistiques de 1988 à 1993 en nomenclature NAP », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, B 95/10, Banque de France, 40 pages, juillet.

Kremp É. et Truy C. (1995b) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : Statistiques de 1988 à 1994 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, B 95/12, Banque de France, 132 pages, septembre.

# LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN JUIN 1995

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, *l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 171,4 milliards de francs à fin juin 1995, en augmentation de 1,4 % par rapport au trimestre précédent et de 1,9 % sur un an. Le nombre des PEA (environ 2,72 millions) continue de diminuer, mais plus lentement qu'au cours des deux trimestres précédents (- 1,0 %, contre - 1,2 % au premier trimestre 1995 et - 1,9 % au dernier trimestre 1994). Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 63 000 francs à fin juin, en augmentation de 2,4 % par rapport à fin mars 1995 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 138 000 francs. On constate, par ailleurs, que les PEA les plus importants sont concentrés chez les banques d'affaires <sup>1</sup> et les sociétés de bourse et qu'ils atteignaient en moyenne 321 000 francs à fin juin, contre 78 000 francs chez les trois grandes banques et 51 000 francs chez les « autres établissements ».*

<sup>1</sup> Le concept « banque d'affaires », qui est utilisé dans la suite de cette note, fait référence à la classification par groupes homogènes du Secrétariat général de la Commission bancaire.

Le nombre de PEA en fonctionnement a diminué de 29 000 depuis le début de l'année 1995 et de 129 000 depuis fin juin 1994, date marquant le début du mouvement de baisse.

Les fermetures récentes ont pu être motivées par le niveau relativement bas des cours boursiers au deuxième trimestre de 1995. Il faut souligner toutefois que le projet de loi de finances pour 1996, qui a alourdi la fiscalité de l'épargne investie en valeurs mobilières, a en revanche laissé inchangée celle du PEA, ce qui pourrait avoir pour effet de relancer dans les prochains mois un produit qui, pour les personnes physiques, conserve tout son attrait fiscal.

---

HERVÉ GRANDJEAN  
LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires<sup>1</sup>. Les données présentées permettent d'appréhender l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du deuxième trimestre 1995. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions » et obligations — dont ils sont issus.

La première partie de cette étude est consacrée aux résultats obtenus pour l'ensemble des établissements sur la période considérée.

La seconde partie fournit une information détaillée en fonction du type d'établissement dans lequel les titres sont déposés : les banques d'affaires ou de portefeuilles et les sociétés de bourse, les trois grandes banques et les autres établissements.

---

<sup>1</sup> Les principales banques, les sociétés de bourse, les caisses d'épargne et La Poste

## 1. Résultats globaux

### 1.1. Montant et évolution des titres placés sous dossier PEA d'après l'enquête

<b>COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES</b>					
	En millions de francs		Variation en pourcentage	Structure en pourcentage	
	Mars 1995	Juin 1995	Juin 1995/ Mars 1995	Mars 1995	Juin 1995
Actions .....	59 346	61 877	4,3	35,1	36,1
Obligations émises par l'État .....	41 566	41 892	0,8	24,6	24,4
OPCVM « actions » .....	68 126	67 587	- 0,8	40,3	39,5
<b>TOTAL .....</b>	<b>169 038</b>	<b>171 356</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA .....	2 751 307	2 722 640	- 1,0		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 5 octobre 1995		

En juin 1995, par rapport à mars, la valeur des titres placés sous dossier PEA a légèrement augmenté (+ 1,4 %) et s'établit dans les établissements couverts par l'enquête à 171,4 milliards de francs (contre 169 milliards à fin mars) auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 5,4 milliards<sup>1</sup>.

Corrigés de l'évolution des indices de cours<sup>2</sup>, les encours d'actions et d'OPCVM « actions » ont progressé globalement de 0,2 %, soit 1 point de moins qu'au trimestre précédent, alors que les encours d'obligations diminuaient de 0,5 %.

Le nombre de PEA (environ 2,72 millions) a de nouveau diminué au deuxième trimestre 1995 pour retrouver un niveau comparable à celui de décembre 1993. Cependant, les fermetures de PEA ont eu peu de conséquences sur les encours de titres, le montant unitaire des PEA ayant progressé de 2,4 %.

### 1.2. Répartition des actions, des obligations et des titres d'OPCVM « actions » dans les portefeuilles-titres, d'une part, et dans les PEA, d'autre part

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre les encours des PEA et les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions »)<sup>3</sup>, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : mars 1995). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 22 points pour le premier trimestre de 1995). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions » à fin juin 1995 l'emporte, comme précédemment, sur celle des autres titres (39,5 %, contre 36,1 % pour les actions détenues en direct et 24,4 % pour les obligations).

<sup>1</sup> La représentativité de l'enquête peut être appréciée par rapport aux données de la direction du Trésor sur le montant total du PEA à fin juin, qui s'élève à 187,4 milliards de francs pour 3 millions de plans ouverts.

<sup>2</sup> Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 1,4 % au premier trimestre 1995 ;  
indice Crédit Lyonnais des emprunts d'État : + 1,3 %

<sup>3</sup> Selon la nouvelle classification de la Commission des opérations de bourse (COB), entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1994

DOSSIERS  
Composition des PEA

<b>ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN MARS 1995</b>		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions .....	345 836	34,8
Obligations .....	525 554	52,8
Titres d'OPCVM « actions » .....	123 292	12,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>994 682</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
		Mise à jour le 5 octobre 1995

*1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA pour chaque catégorie de titres  
et dans le total des portefeuilles*

<b>POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES</b>		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Mars 1995	Juin 1995
Actions .....	17,2	17,9
Obligations .....	7,9	8,0
Titres d'OPCVM « actions » .....	55,3	54,8
<b>TOTAL</b> .....	<b>17,0</b>	<b>17,2</b>
Total des portefeuilles (a) .....	8,6	8,7
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
		Mise à jour le 5 octobre 1995

À la fin du deuxième trimestre 1995, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 8,7 % des portefeuilles-titres à fin mars 1995 <sup>1</sup>.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été dès l'origine plus grande pour les titres d'OPCVM « actions » que pour les actions gérées en direct (cet écart atteignait près de 37 points à fin juin 1995).

<sup>1</sup> Derniers chiffres connus

**1.4. Composition du PEA moyen et du compte-titres moyen**

<b>COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN</b>			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
		Mars 1995	Juin 1995
Actions françaises.....	24 324	21 570	22 727
Obligations françaises .....	36 964	15 108	15 387
Titres d'OPCVM « actions » .....	8 671	24 761	24 824
Autres titres (a) .....	68 215	-	-
<b>TOTAL .....</b>	<b>138 174</b>	<b>61 440</b>	<b>62 937</b>
<small>(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM</small>			
<small>Réalisation : Banque de France</small>			
<small>DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82</small>		<small>Mise à jour le 5 octobre 1995</small>	

Au 31 mars 1995, on dénombrait 14 218 105 comptes-titres (dernier chiffre connu) et, au 30 juin 1995, on comptait 2 722 640 PEA, soit 19,1 % du total.

Selon l'enquête, 28 700 PEA ont disparu au cours du deuxième trimestre 1995, contre 33 000 au trimestre précédent. Au total, le nombre des PEA en fonctionnement s'est réduit de près de 129 000 depuis le début de la baisse du nombre de PEA, au mois de juin 1994.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 63 000 francs à fin juin 1995 (+ 2,4 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 mars 1995 environ 138 000 francs.

Il existe, toutefois, de grandes disparités de ce point de vue selon la catégorie socio-professionnelle des ménages et, comme on le verra dans la seconde partie de cette étude, selon les catégories d'établissements dépositaires.

## 2. Résultats détaillés par groupes d'établissements dépositaires de valeurs mobilières

### 2.1. Montants, structure et évolution des titres placés sous dossier PEA

<b>COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS</b>				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Mars 1995	Juin 1995	Mars 1995	Juin 1995
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>				
Actions .....	6 460	6 760	62,1	61,7
Obligations émises par l'État .....	2 128	2 265	20,5	20,7
OPCVM « actions » .....	1 812	1 937	17,4	17,6
<b>TOTAL .....</b>	<b>10 400</b>	<b>10 962</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA .....	33 282	34 160		
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>				
Actions .....	21 294	22 964	32,8	34,8
Obligations émises par l'État .....	15 985	16 072	24,6	24,4
OPCVM « actions » .....	27 701	26 886	42,6	40,8
<b>TOTAL .....</b>	<b>64 980</b>	<b>65 922</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA .....	852 006	841 064		
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>				
Actions .....	31 592	32 153	33,7	34,0
Obligations émises par l'État .....	23 453	23 555	25,1	24,9
OPCVM « actions » .....	38 613	38 764	41,2	41,1
<b>TOTAL .....</b>	<b>93 659</b>	<b>94 472</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA.....	1 866 019	1 847 416		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 5 octobre 1995	

Le tableau ci-dessus montre que la part des actions dans le PEA a augmenté de 2 points au détriment de celle des OPCVM actions chez les trois grandes banques. La part des différentes composantes du PEA a peu évolué d'un trimestre à l'autre chez les deux autres catégories d'établissements dépositaires.

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée stable (1 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 31 % pour les trois grandes banques et 68 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent <sup>1</sup>, les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert au 30 juin 1995 plus de PEA que les autres réseaux.

<sup>1</sup> L'enquête-titres du premier trimestre 1995 indique que les trois grandes banques gèrent 25,6 % de l'ensemble des comptes-titres.

<b>ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS</b>	
<i>(en pourcentage)</i>	
	Juin 1995/Mars 1995
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>	
Actions .....	4,6
Obligations émises par l'État .....	6,4
OPCVM « actions » .....	6,9
<b>TOTAL</b> .....	<b>5,4</b>
Nombre de PEA .....	2,6
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>	
Actions .....	7,8
Obligations émises par l'État .....	0,5
OPCVM « actions » .....	- 2,9
<b>TOTAL</b> .....	<b>1,4</b>
Nombre de PEA .....	- 1,3
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>	
Actions .....	1,8
Obligations émises par l'État .....	0,4
OPCVM « actions » .....	0,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>0,9</b>
Nombre de PEA .....	- 1,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82	
Mise à jour le 5 octobre 1995	

La baisse globale du nombre de PEA (– 1,0 %) n'a concerné que les trois grandes banques (– 1,3 %) et les « autres établissements » (– 1,0 %) et s'est accompagnée d'une faible progression des encours (respectivement 1,4 % et 0,9 %).

À l'inverse, l'augmentation significative du nombre et des encours des PEA chez le premier groupe (banques d'affaires et sociétés de bourse) mérite d'être soulignée (+ 2,6 % et + 5,4 %).

**2.2. Part des valeurs gérées sous dossier PEA dans le total des portefeuilles, pour chaque catégorie de titres et selon le type d'établissement dépositaire**

<b>POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Mars 1995	Juin 1995
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>		
Actions .....	12,6	13,2
Obligations .....	9,9	10,6
Titres d'OPCVM « actions » .....	22,7	24,3
<b>TOTAL</b> .....	<b>12,9</b>	<b>13,6</b>
Total des portefeuilles (a) .....	6,8	7,2
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>		
Actions .....	16,4	17,6
Obligations .....	10,6	10,6
Titres d'OPCVM « actions » .....	63,4	61,5
<b>TOTAL</b> .....	<b>20,0</b>	<b>20,2</b>
Total des portefeuilles (a) .....	10,1	10,3
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>		
Actions .....	19,2	19,6
Obligations .....	6,6	6,7
Titres d'OPCVM « actions » .....	53,9	54,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>15,9</b>	<b>16,0</b>
Total des portefeuilles (a) .....	8,0	8,1
<small>(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères</small>		
<small>Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82</small>		
<small>Mise à jour le 5 octobre 1995</small>		

À fin juin 1995, les PEA représentaient 20,2 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions » dans les trois grandes banques, 16,0 % dans les « autres établissements » et 13,6 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, chiffres pratiquement sans changement par rapport au trimestre précédent, excepté pour ce dernier groupe (+ 0,7 point).

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 10,3 % du total pour les trois grandes banques, 8,1 % pour les « autres établissements » et 7,2 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

### ***2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire***<sup>1</sup>

À fin juin 1995, la valeur moyenne des PEA représentait environ 41,6 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 45,4 % dans les « autres établissements » et 44,5 % dans les trois grandes banques.

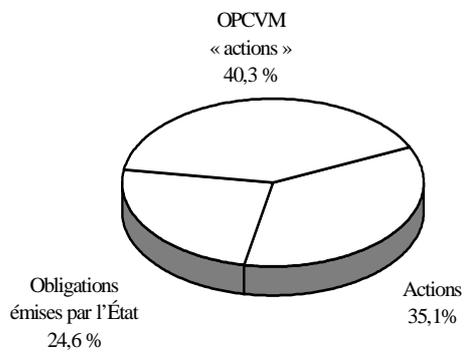
Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (61,7 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (près de 41 % du portefeuille).

---

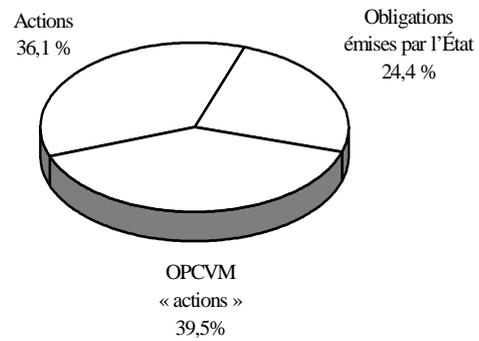
<sup>1</sup> Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (tél. : +33 (1) 42 92 52 87).

### ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

Mars 1995

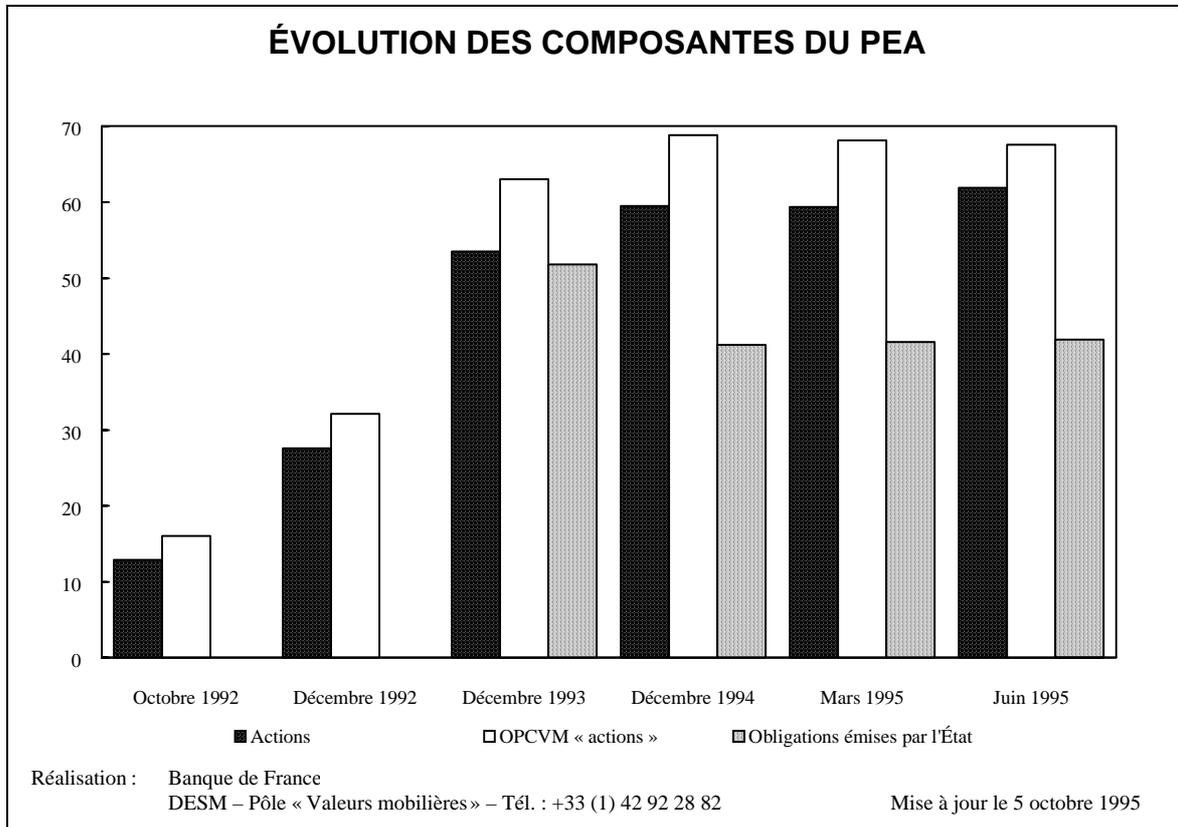


Juin 1995



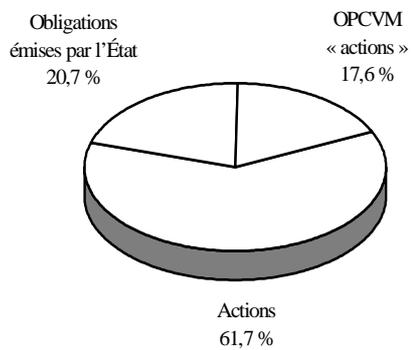
Réalisation : Banque de France  
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 5 octobre 1995

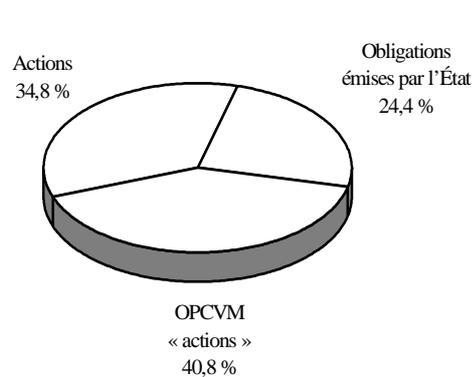


### RÉPARTITION DU PEA À FIN JUIN 1995

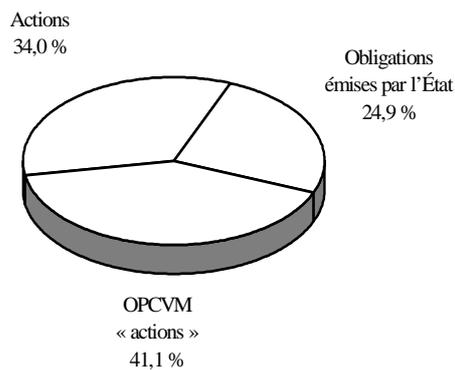
#### Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse



#### Les trois grandes banques



#### Autres établissements



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

Mise à jour le 5 octobre 1995

# LES CRÉDITS AU LOGEMENT CONSENTIS AUX MÉNAGES AU PREMIER SEMESTRE 1995

La production des crédits au logement consentis aux ménages au cours du premier semestre 1995 s'est inscrite en retrait par rapport à celle du premier semestre 1994, période au cours de laquelle les mesures du plan de relance de 1993 avaient pleinement fait sentir leurs effets.

CHRISTINE GOURVENEZ  
*Direction de la Conjoncture*  
*Pôle logement*

## 1. Évolution générale

Les crédits mis en force par le secteur non aidé (hors PAP) ont atteint 94,7 milliards de francs au premier semestre 1995, contre 99,5 milliards de francs pour la période correspondante de 1994, soit une diminution de 4,8 %.

On notera que la progression de 9,9 % enregistrée entre le premier et le deuxième trimestre 1995 est essentiellement imputable à des facteurs saisonniers.

Enfin, il convient de rappeler que les statistiques 1994 ont fait l'objet de corrections afin d'éliminer les renégociations de prêts intervenues au cours des neuf premiers mois de l'année 1994<sup>1</sup>, ces concours ne pouvant être considérés, d'un point de vue macro-économique, comme une distribution de crédits nouveaux.

La production des prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP), qui s'est élevée à 9,1 milliards de francs, s'inscrit en retrait (- 12,6 %) du fait de l'atténuation des effets des mesures du plan de relance qui avait fortement dynamisé ce produit dont la distribution reste toutefois encore très supérieure à son niveau de 1993 (+ 101,1 %).

Au cours du semestre sous revue, les marchés immobiliers ont été affectés par la fin des effets des mesures de relance de 1993 et par l'attentisme des ménages qui ont différé leurs opérations d'acquisition et d'investissement immobilier en raison de l'annonce de mesures d'aide au logement pendant la campagne électorale. Certains ont également escompté une poursuite de la baisse des prix de la pierre et anticipé une nouvelle détente des taux des crédits acquéreurs.

<sup>1</sup> Cf. Rapport du Conseil national du crédit 1994 – Les crédits au logement consentis aux ménages en 1994

## 2. Évolution des crédits non aidés selon leur nature, l'origine de leur déclaration et leur objet

La production des prêts conventionnés a marqué un repli sensible (- 20,9 %) par rapport au premier semestre 1994. Leur part de marché s'est contractée (9,2 %, contre 11,1 % en 1994). Les prêts à l'accession sociale (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés destinés aux ménages à revenus moyens instaurée en mars 1993, ont connu une moindre régression (- 1,8 %) <sup>1</sup>.

Les prêts d'épargne logement sont restés stables sur les six premiers mois de l'année, après avoir été les seuls crédits non aidés à enregistrer une chute de production en 1994 (- 7,5 %), en raison de la baisse de la collecte sur les plans d'épargne logement enregistrée à la fin des années quatre-vingt et, en conséquence, de la diminution des droits à prêt des ménages. La part de ce type de concours représente 30,5 % des financements non aidés, contre 28,4 % en 1994.

Si les concours du secteur libre sont globalement en retrait (- 4,2 %), les prêts éligibles au marché hypothécaire marquent une légère progression (+ 2,3 %), tandis que les autres concours s'inscrivent en repli (- 6,5 %).

La distribution des prêts immobiliers non aidés demeure majoritairement le fait des établissements généralistes (75,4 %, contre 72,8 % en 1994). Leur production n'a guère évolué au cours du semestre (+ 0,4 %), tandis que celle des établissements spécialisés et des caisses d'épargne diminuaient respectivement de 24,8 % et de 12,2 %.

Analysée sous l'angle de leur objet, la répartition des prêts fait apparaître un recul important des concours à la construction neuve (- 14,5 %) dont la part relative s'est contractée (23,1 %, contre 26,1 % en 1994). Selon le ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des six premiers mois de 1995 a diminué de 1 % par rapport au premier semestre 1994. Sur la même période, les ventes de logements de la promotion immobilière ont chuté de 25,2 %.

Les crédits destinés aux travaux d'amélioration-gros entretien ont enregistré une contraction plus modérée (- 6,5 %).

Les financements destinés à l'acquisition-amélioration dans l'ancien sont restés stables.

Le contexte financier devrait être plus favorable aux marchés immobiliers vers la fin de l'année. Les taux des crédits acquéreurs offerts par les établissements de crédit, qui avaient augmenté à partir de l'automne 1994, sont de nouveau orientés à la baisse depuis mai 1995. La concurrence très vive qui s'exerce au sein de la profession bancaire permet d'envisager une poursuite de la détente des taux des crédits immobiliers. Enfin, l'instauration des prêts à taux zéro, qui se substitue, début octobre, aux prêts aidés PAP, devrait également relancer la distribution des concours non aidés dans la mesure où les montants octroyés à ce titre seront complétés par d'autres crédits.

<sup>1</sup> 4 448 millions de francs au premier semestre 1995, contre 4 528 millions de francs au premier semestre 1994  
Source : Société de gestion du FGAS

<b>CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES</b> (données 1994 brutes)							
<i>(montants en millions de francs – variation en pourcentage)</i>							
	1 <sup>er</sup> trim. 1994	2 <sup>e</sup> trim. 1994	1 <sup>er</sup> sem. 1994	1 <sup>er</sup> trim. 1995	2 <sup>e</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> sem. 1995	Variation 1 <sup>er</sup> S 95/94
<b>1. CRÉDITS</b>							
PC.....	5 004	6 010	11 014	4 208	4 504	8 712	- 20,90
PEL.....	13 593	15 231	28 824	13 457	15 427	28 884	0,21
Marché hypothécaire.....	7 595	10 444	18 039	7 862	8 050	15 912	- 11,79
Libre.....	21 922	29 168	51 090	19 590	21 603	41 193	- 19,37
<b>TOTAL.....</b>	<b>48 114</b>	<b>60 853</b>	<b>108 967</b>	<b>45 117</b>	<b>49 584</b>	<b>94 701</b>	<b>- 13,09</b>
<b>2. RÉSEAUX</b>							
Établissements spécialisés.....	6 544	7 019	13 563	4 354	4 983	9 337	- 31,16
Établissements non spécialisés....	33 773	44 215	77 988	34 380	37 018	71 398	- 8,45
Caisses d'épargne.....	7 797	9 619	17 416	6 383	7 583	13 966	- 19,81
<b>TOTAL.....</b>	<b>48 114</b>	<b>60 853</b>	<b>108 967</b>	<b>45 117</b>	<b>49 584</b>	<b>94 701</b>	<b>- 13,09</b>
<b>3. MARCHÉS</b>							
Neuf.....	11 989	13 622	25 611	10 853	11 047	21 900	- 14,49
Ancien.....	29 079	38 126	67 205	27 161	30 539	57 700	- 14,14
Travaux.....	7 046	9 105	16 151	7 103	7 998	15 101	- 6,50
<b>TOTAL.....</b>	<b>48 114</b>	<b>60 853</b>	<b>108 967</b>	<b>45 117</b>	<b>49 584</b>	<b>94 701</b>	<b>- 13,09</b>
<b>4. PAP (a).....</b>	<b>4 978</b>	<b>5 459</b>	<b>10 437</b>	<b>4 785</b>	<b>4 340</b>	<b>9 125</b>	<b>- 12,57</b>

(a) Source : Crédit foncier de France

<b>CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES</b> (données 1994 corrigées des renégociations)							
<i>(montants en millions de francs – variation en pourcentage)</i>							
	1 <sup>er</sup> trim. 1994	2 <sup>e</sup> trim. 1994	1 <sup>er</sup> sem. 1994	1 <sup>er</sup> trim. 1995	2 <sup>e</sup> trim. 1995	1 <sup>er</sup> sem. 1995	Variation 1 <sup>er</sup> S 95/94
<b>1. CRÉDITS</b>							
PC.....	5 004	6 010	11 014	4 208	4 504	8 712	- 20,90
PEL.....	13 593	15 231	28 824	13 457	15 427	28 884	0,21
Marché hypothécaire.....	7 047	8 501	15 548	7 862	8 050	15 912	2,34
Libre.....	20 341	23 736	44 077	19 590	21 603	41 193	- 6,54
<b>TOTAL.....</b>	<b>45 985</b>	<b>53 478</b>	<b>99 463</b>	<b>45 117</b>	<b>49 584</b>	<b>94 701</b>	<b>- 4,79</b>
<b>2. RÉSEAUX</b>							
Établissements spécialisés.....	6 254	6 166	12 420	4 354	4 983	9 337	- 24,82
Établissements non spécialisés....	32 277	38 857	71 134	34 380	37 018	71 398	0,37
Caisses d'épargne.....	7 454	8 455	15 909	6 383	7 583	13 966	- 12,21
<b>TOTAL.....</b>	<b>45 985</b>	<b>53 478</b>	<b>99 463</b>	<b>45 117</b>	<b>49 584</b>	<b>94 701</b>	<b>- 4,79</b>
<b>3. MARCHÉS</b>							
Neuf.....	11 989	13 622	25 611	10 853	11 047	21 900	- 14,49
Ancien.....	26 950	30 751	57 701	27 161	30 539	57 700	- 0,00
Travaux.....	7 046	9 105	16 151	7 103	7 998	15 101	- 6,50
<b>TOTAL.....</b>	<b>45 985</b>	<b>53 478</b>	<b>99 463</b>	<b>45 117</b>	<b>49 584</b>	<b>94 701</b>	<b>- 4,79</b>
<b>4. PAP (a).....</b>	<b>4 978</b>	<b>5 459</b>	<b>10 437</b>	<b>4 785</b>	<b>4 340</b>	<b>9 125</b>	<b>- 12,57</b>

(a) Source : Crédit foncier de France

E N Q U Ê T E S

# LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES AU PREMIER TRIMESTRE 1995

*Les résultats de l'enquête-titres pour le premier trimestre 1995 reflètent dans une large mesure la persistance des tensions qui ont affecté les marchés financiers depuis le début de l'année 1994.*

*Sur le marché obligataire français, les cours se sont très légèrement redressés par rapport au dernier trimestre de 1994, parallèlement à l'amélioration enregistrée sur le marché américain, et les détenteurs d'obligations recensés dans l'enquête paraissent avoir renforcé quelque peu leurs investissements sur ce type de valeurs.*

*Sur le marché des actions, la tendance à la dégradation des cours observée tout au long de 1994 a été renforcée en mars 1995 par la réapparition des tensions sur les marchés de change et la hausse corrélative des taux à court terme.*

*L'enquête fait apparaître, dans ce contexte, de faibles dégagements nets de la part des porteurs d'actions.*

Par ailleurs, des désengagements importants ont été opérés sur l'ensemble des Sicav au premier trimestre. Toutefois, au niveau des performances, les *Sicav monétaires* ont enregistré des résultats comparables à ceux des trimestres précédents et pour les *Sicav obligataires* l'amélioration observée à partir du dernier trimestre de 1994 s'est amplifiée<sup>1</sup>. L'érosion de ce type de placement s'est par ailleurs ralentie par rapport à ce qu'elle avait été en 1994.

L'examen, sur le premier trimestre 1995, des comportements sectoriels, montre que :

– les désengagements des *ménages* vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires se sont poursuivis, mais à un rythme moins soutenu qu'au dernier trimestre de 1994. L'augmentation en volume du portefeuille d'actions des particuliers, liée essentiellement à la privatisation de la SEITA en février 1995, a représenté à peine 1 % de celui-ci.

Le dernier sondage réalisé par la SOFRES pour la Banque de France, la COB et la Société des bourses françaises-Bourse de Paris en avril 1995 indique que le nombre d'actionnaires s'élevait à la fin de la période sous revue à 5,3 millions, en diminution de 7 % par rapport à l'année précédente et que le nombre de porteurs d'obligations et de titres d'OPCVM avait également reculé<sup>2</sup> ;

– l'épargne investie en valeurs mobilières par les *sociétés* a diminué globalement de 3,9 %. Toutes les composantes du portefeuille se sont contractées à l'exception des valeurs étrangères ;

– les *entreprises d'assurance et caisses de retraite* ont ralenti leurs placements en actions et en obligations françaises ;

– les *non-résidents* n'ont pas poursuivi leur désinvestissement en obligations françaises, particulièrement en obligations d'État, qui avait caractérisé la période précédente ;

– les *OPCVM* ont réduit leurs placements obligataires et en titres d'OPCVM français (environ 5 %).

À fin mars 1995, les *ménages* restaient les premiers détenteurs de valeurs mobilières (toutes catégories confondues) avec 29,2 % des portefeuilles analysés.

<sup>1</sup> Selon Europerformance

<sup>2</sup> Les résultats de ce sondage ont été présentés à la presse le 12 septembre 1995 (cf. Communiqué de presse publié dans la partie Communications du présent Bulletin.

À la même date, on dénombrait dans l'enquête *14,5 millions de comptes-titres* (+ 0,5 % par rapport à décembre 1994) dont environ *2,7 millions de PEA*.

*Le portefeuille moyen des ménages était de 138 000 francs*, contre 145 000 francs environ, un an plus tôt. Le montant moyen des PEA recensés dans l'enquête atteignait pour sa part 61 000 francs, pratiquement sans changement par rapport à fin mars 1994.

*L'enquête du premier trimestre 1995 a porté sur un échantillon élargi* comprenant, outre les établissements informateurs précédents <sup>1</sup>, trois nouvelles banques et le Trésor public. Comme les autres enquêtes, elle porte sur les opérations de la clientèle, à l'exclusion de celles que les établissements informateurs font pour leur propre compte.

L'échantillon couvrait, à fin mars 1995, *60 % des actions françaises cotées*, *86 % des obligations françaises* et *78 % des titres d'OPCVM* (contre respectivement 57 %, 81 % et 74 % pour l'enquête portant sur les statistiques à fin mars 1994).

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, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, La Poste et les caisses d'épargne, à l'exclusion du portefeuille-titres propre de ces établissements.

## 1. Résultats globaux

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

<b>COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1994	Mars 1995
<b>PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)</b>		
Actions françaises cotées.....	61,9	60,4
Obligations françaises.....	81,6	86,1
<b>PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM</b>		
Titres d'OPCVM français.....	77,5	78,2
OPCVM monétaires.....	83,3	84,5
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 5 octobre 1995		

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin mars 1995 s'est améliorée par rapport à fin décembre 1994 pour les titres d'OPCVM français (+ 0,7 point) et surtout pour les obligations françaises (+ 4,5 points).

Ce dernier élément s'explique par d'importants dépôts de titres dans une des banques de l'échantillon.

La représentativité de l'enquête s'est réduite, en revanche, de 1,5 point pour les actions françaises cotées.

*Il convient de signaler par ailleurs que la couverture de l'enquête-titres au premier trimestre 1995 a progressé par rapport à celle de 1994<sup>1</sup>, du fait de l'élargissement de l'échantillon à de nouveaux établissements informateurs (environ 5 points pour les actions et les obligations françaises, et 3 points pour les titres d'OPCVM).*

### 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>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Actions françaises cotées.....	33,3	30,8	39,7	38,8
Obligations françaises.....	66,7	69,2	60,3	61,2
<b>TOTAL.....</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 5 octobre 1995				

<sup>1</sup> Cf. « La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux troisième et quatrième trimestres » de 1994 et sur l'ensemble de l'année 1994, publiée au *Bulletin de la Banque de France* n° 18 – Juin 1995

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 6,4 points à 8 points au cours du premier trimestre 1995. 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 de l'échantillon qui a été opéré une nouvelle fois à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1995.

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

<b>ÉVOLUTION DES ENCOURS ET STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	1 851 779	1 783 673	- 3,7		
Françaises cotées.....	1 493 991	1 435 985	- 3,9	20,4	19,3
Françaises non cotées.....	110 149	115 215	4,6	1,5	1,6
Étrangères.....	247 639	232 473	- 6,1	3,4	3,1
OBLIGATIONS.....	3 374 198	3 610 196	7,0		
Françaises.....	2 995 203	3 227 484	7,8	40,8	43,5
Étrangères.....	378 995	382 712	1,0	5,2	5,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 073 866	1 992 433	- 3,9		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	973 587	917 538	- 5,8	13,3	12,4
OPCVM obligataires et titres de créances	541 423	522 638	- 3,5	7,4	7,0
OPCVM actions.....	181 564	176 436	- 2,8	2,5	2,4
OPCVM diversifiés.....	71 863	74 339	3,4	1,0	1,0
OPCVM garantis.....	48 169	44 496	- 7,6	0,7	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i> .....	257 260	256 986	- 0,1		
OPCVM monétaires.....	86 422	88 868	2,8	1,2	1,2
Autres titres d'OPCVM.....	170 838	168 118	- 1,6	2,3	2,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	37 484	35 403	- 5,6	0,5	0,5
<b>TOTAL.....</b>	<b>7 337 327</b>	<b>7 421 705</b>	<b>1,1</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 comprise, 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 5 octobre 1995					

Au cours du premier trimestre 1995, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a augmenté de 1,1 % (- 0,8 % pour la même période de 1994 pour un échantillon légèrement différent).

Les portefeuilles en *actions cotées* détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM ont perdu 3,8 %. Les portefeuilles en *obligations françaises* et en *titres d'OPCVM obligataires et titres de créances* confondus ont progressé de 6 %, l'origine de cette augmentation se trouvant pour une large part dans les nouveaux dépôts de titres précédemment cités.

Par ailleurs, l'encours global des *titres d'OPCVM* s'est contracté de 4,0 % (3,7 % au trimestre précédent). Parmi ceux-ci, les *titres d'OPCVM monétaires* ont perdu plus de 5 % de leur valeur.

Ces résultats sont donc proches des statistiques d'*Europreference* qui montrent que l'encours des *Sicav* a diminué de 5,3 % au premier trimestre 1995 (contre 7,6 % au trimestre précédent).

Les performances des *Sicav de trésorerie* et des *Sicav obligataires* (près de 25 milliards de francs) ont atténué quelque peu l'excédent des rachats sur les souscriptions (96 milliards de francs dont 74 milliards pour les seules *Sicav* de trésorerie).

Les *Sicav actions et diversifiées* ont enregistré des performances et des souscriptions nettes négatives de l'ordre de 11 milliards de francs (l'encours s'établissant à 242 milliards à fin mars 1995)

Les évolutions qui sont intervenues au premier trimestre 1995 ont peu modifié la *structure de l'ensemble des portefeuilles* par rapport à ce qu'elle était à fin décembre 1994.

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

<b>ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES</b>					
<i>(capitalisation en milliards de francs)</i>					
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Mars 1995/ Décembre 1994	Mars 1995/ Décembre 1994
Actions françaises cotées.....	2 415	2 377	- 1,6	- 2,2	- 3,9
Obligations françaises.....	3 669	3 750	2,2	2,1	7,8
Titres d'OPCVM français (c) .....	2 676	2 547	- 4,8	–	- 3,9
– OPCVM monétaires.....	1 272	1 191	- 6,4	–	- 5,1
Valeurs étrangères.....	–	–	–	–	- 6,1

(a) Sources COB et Sicovam  
 (b) Indice INSEE pour les actions françaises et indice Crédit Lyonnais pour les obligations  
 (c) Actif net des OPCVM

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

Mise à jour le 5 octobre 1995

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

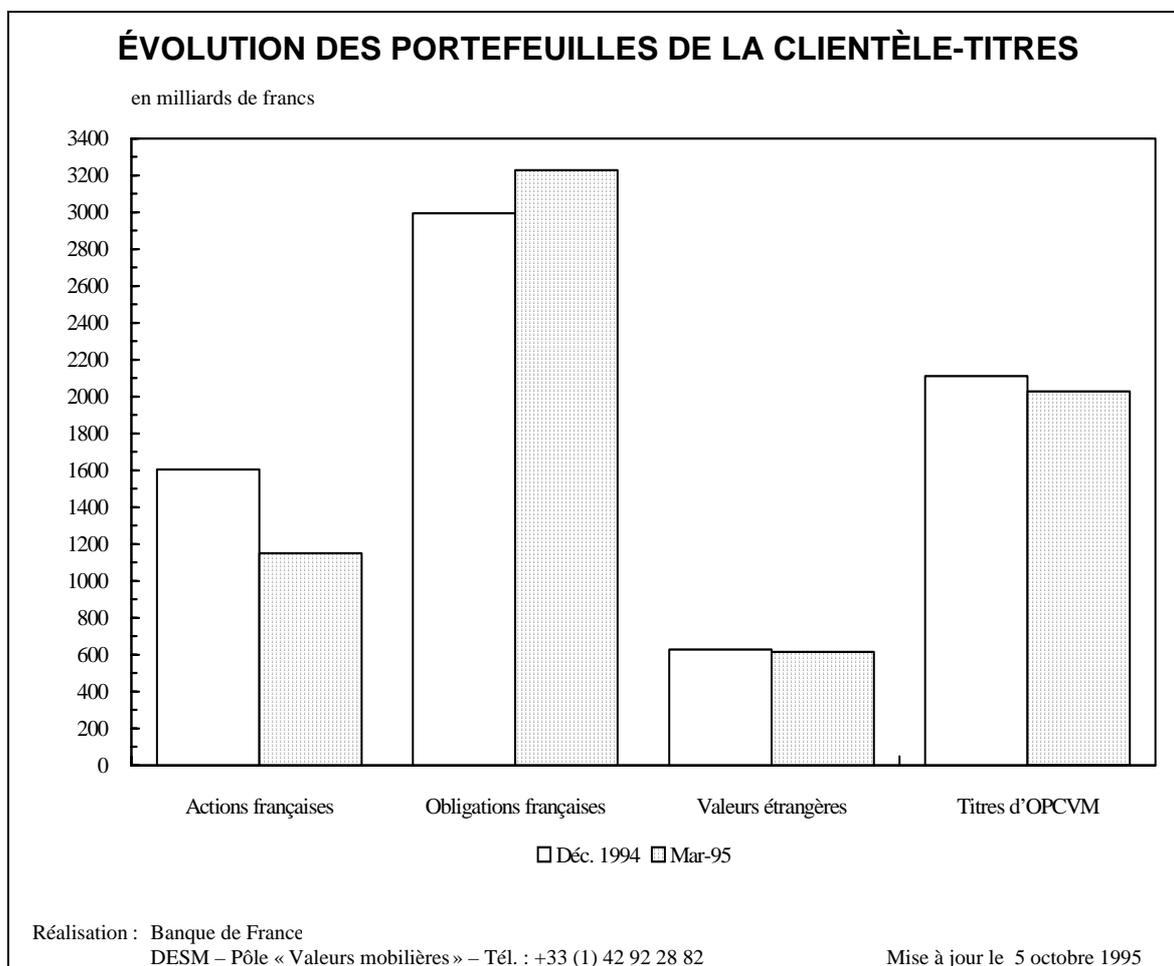
<sup>1</sup> Souscriptions + achats – ventes, pour les actions  
 Souscriptions + achats – ventes – remboursements, pour les obligations  
 Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

Au premier trimestre 1995, les actions ont accentué leur baisse et la diminution des portefeuilles d'actions cotées dans l'enquête a été plus importante que celle de l'indice INSEE des cours boursiers (respectivement  $-3,9\%$  et  $-2,2\%$ ). Le solde des transactions sur ces valeurs ne semble pas avoir été important. On observe, par ailleurs, une légère diminution de la capitalisation boursière au cours de la même période ( $-1,6\%$ ).

Pour les obligations françaises, l'enquête-titres fait apparaître une augmentation des encours supérieure à celle de l'indice Crédit lyonnais (respectivement  $+7,8\%$  et  $+2,1\%$ ), liée notamment aux dépôts de titres déjà mentionnés.

L'encours global des portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête a diminué de  $3,9\%$ , contre  $4,8\%$  pour l'actif net de ces organismes <sup>1</sup> ( $-5,1\%$ , contre  $-6,4\%$  pour les titres d'OPCVM monétaires).

On observe enfin une évolution négative des valeurs étrangères dans l'enquête au premier trimestre 1995 ( $2\%$ ).



<sup>1</sup> Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

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

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

Au premier trimestre 1995, la légère augmentation des portefeuilles (+ 1,1 %) résulte de la progression artificielle des encours des entreprises d'assurance et caisses de retraite dans l'enquête (+ 16,5 %) et de la stabilité ou de la contraction de ceux des autres secteurs.

#### Le portefeuille des ménages

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	405 604	398 896	- 1,7		
Françaises cotées.....	316 674	312 374	- 1,4	15,5	15,6
Françaises non cotées.....	35 234	35 575	1,0	1,7	1,8
Étrangères.....	53 696	50 947	- 5,1	2,6	2,5
OBLIGATIONS.....	531 975	551 174	3,6		
Françaises.....	518 617	538 381	3,8	25,3	26,8
Étrangères.....	13 358	12 793	- 4,2	0,7	0,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	1 089 829	1 038 133	- 4,7		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	425 937	400 254	- 6,0	20,8	19,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	417 802	401 669	- 3,9	20,4	20,0
OPCVM actions.....	134 301	126 251	- 6,0	6,6	6,3
OPCVM diversifiés.....	28 687	29 483	2,8	1,4	1,5
OPCVM garantis.....	44 106	39 920	- 9,5	2,2	2,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	38 996	40 556	4,0		
OPCVM monétaires.....	9 505	9 358	- 1,5	0,5	0,5
Autres titres d'OPCVM.....	29 491	31 198	5,8	1,4	1,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	20 451	19 721	- 3,6	1,0	1,0
<b>TOTAL.....</b>	<b>2 047 859</b>	<b>2 007 924</b>	<b>- 2,0</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 5 octobre 1995

Le portefeuille des *ménages*, qui représente 29,2 % des valeurs couvertes par l'enquête, a diminué de près de 2 % au premier trimestre 1995 (contre - 4 % environ au trimestre précédent). Les évolutions au niveau des différentes valeurs ont été toutefois très différentes.

Les *actions françaises cotées* ont diminué de 1,4 %, soit une évolution comparable à celle des trois derniers mois de 1994. À l'inverse, les *obligations françaises* ont progressé plus rapidement qu'au cours de la période précédente (3,8 % et 1,0 %). On observe que les portefeuilles en *titres d'OPCVM français* se sont contractés (- 4,7 %), moins cependant qu'au quatrième trimestre 1994 (- 7 %), ce qui paraît indiquer que les ménages préfèrent désormais les rendements garantis offerts par les obligations détenues en direct aux performances plus aléatoires de la gestion collective.

Le repli observé sur les *titres d'OPCVM monétaires* depuis près de deux années s'est poursuivi en 1995 (- 5,9 %) en raison de l'importance des rachats intervenus au cours du mois de mars.

Les rachats sont également à l'origine de la baisse des encours de *titres d'OPCVM obligataires*, qui représentent, comme les titres d'OPCVM monétaires, un peu moins de 40 % des portefeuilles de titres d'OPCVM détenus par les ménages (- 3,9 %, contre - 4,8 % pour la période précédente).

Les encours de *titres d'OPCVM actions* ont baissé de près de 6 % au premier trimestre 1995 (contre 2 % environ au trimestre précédent).

Au cours des trois premiers mois de l'année 1995, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises des ménages ont augmenté de 0,8 %, vraisemblablement en liaison avec l'offre publique de vente lancée par la SEITA, qui a porté sur un montant de 5,5 milliards de francs. Les portefeuilles d'obligations françaises ont progressé de 2 % environ.

La structure des portefeuilles des ménages a subi quelques modifications au cours du premier trimestre 1995. Celles-ci ont concerné les titres d'OPCVM monétaires et obligataires, dont la part relative a diminué globalement de 1,3 point au profit des obligations françaises (+ 1,5 point).

Dans le portefeuille des ménages, le PEA bancaire représentait 169 milliards de francs à fin mars 1995 (sur une collecte totale hors liquidités de 185,2 milliards environ <sup>1</sup>).

<b>STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA AU 31 MARS 1995</b>					
	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.....	345 836	34,8	59 346	35,1	17,2
Obligations.....	525 554	52,8	41 566	24,6	7,9
Titres d'OPCVM actions.....	123 292	12,4	68 126	40,3	55,3
<b>TOTAL.....</b>	<b>994 682</b>	<b>100,0</b>	<b>169 038</b>	<b>100,0</b>	<b>17,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 5 octobre 1995					

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 22 points) et que l'inverse est observé dans les PEA (écart de 5,2 points au bénéfice des OPCVM actions).

On remarque par ailleurs que, dans les portefeuilles-titres, 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 17 %).

<sup>1</sup> Données de la direction du Trésor sur le montant total des PEA bancaires à fin mars 1995

## Le portefeuille des sociétés

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
<b>ACTIONS</b> .....	334 865	319 921	- 4,5		
Françaises cotées.....	237 012	199 166	- 16,0	25,7	22,5
Françaises non cotées.....	39 992	55 496	38,8	4,3	6,3
Étrangères.....	57 861	65 259	12,8	6,3	7,4
<b>OBLIGATIONS</b> .....	207 235	209 888	1,3		
Françaises.....	181 644	179 309	- 1,3	19,7	20,3
Étrangères.....	25 591	30 579	19,5	2,8	3,5
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b> ....	373 483	350 736	- 6,1		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	288 128	264 714	- 8,1	31,3	29,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	33 136	30 041	- 9,3	3,6	3,4
OPCVM actions.....	8 345	10 163	21,8	0,9	1,1
OPCVM diversifiés.....	10 178	11 449	12,5	1,1	1,3
OPCVM garantis.....	2 020	2 328	15,2	0,2	0,3
<i>Autres titres d'OPCVM</i> .....	31 676	32 401	1,2		
OPCVM monétaires.....	14 707	15 906	8,2	1,6	1,8
Autres titres d'OPCVM.....	16 969	16 135	- 4,9	1,8	1,8
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS</b>	5 685	4 388	- 22,8	0,6	0,5
<b>TOTAL</b> .....	<b>921 268</b>	<b>884 933</b>	<b>- 3,9</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 5 octobre 1995

Poursuivant une évolution défavorable commencée au troisième trimestre 1994, les portefeuilles des sociétés (12,9 % des valeurs de l'enquête) se sont contractés de 3,9 % à fin mars 1995 (contre - 2,7 % pour les trois derniers mois de l'année précédente).

La valeur de toutes les composantes des portefeuilles a diminué à l'exception de celle des titres étrangers actions et obligations (respectivement 12,8 % et 19,5 %).

Ainsi, corrigées de l'évolution des indices de cours, les actions françaises cotées détenues par les sociétés ont diminué de 13,8 % et les obligations françaises de 3,4 %.

L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est contracté de manière importante (- 7,3 %) dans le prolongement de la tendance du dernier trimestre de l'année 1994 (- 2,7 %).

La structure des portefeuilles des sociétés a subi des modifications relativement importantes au cours du premier trimestre de l'année 1995. La part relative des valeurs étrangères (actions et obligations) a augmenté de 1,8 point ainsi que celle en obligations françaises (+ 0,6 point). Ce transfert s'est fait au détriment des actions françaises cotées dont la part s'est réduite de 3,2 points, et, dans une moindre mesure, des titres d'OPCVM monétaires (- 1,2 point).

## Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE ET DES CAISSES DE RETRAITE</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	175 891	172 226	- 2,1		
Françaises cotées.....	153 622	151 854	- 1,2	10,6	9,0
Françaises non cotées.....	1 030	1 034	0,4	0,1	0,1
Étrangères.....	21 239	19 338	- 9,0	1,5	1,1
OBLIGATIONS.....	1 002 329	1 246 346	24,3		
Françaises.....	882 301	1 118 109	26,7	60,7	66,1
Étrangères.....	120 028	128 237	6,8	8,3	7,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	271 670	270 558	- 0,4		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	74 296	70 487	- 5,1	5,1	4,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	49 844	52 038	4,4	3,4	3,1
OPCVM actions.....	31 001	30 865	- 0,4	2,1	1,8
OPCVM diversifiés.....	23 766	23 509	- 1,1	1,6	1,4
OPCVM garantis.....	435	671	54,3	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i> .....	92 328	92 988	0,7		
OPCVM monétaires.....	28 471	26 934	- 5,4	2,0	1,6
Autres titres d'OPCVM.....	63 857	66 054	3,4	4,4	3,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	3 286	3 262	- 0,7	0,2	0,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>1 453 176</b>	<b>1 692 392</b>	<b>16,5</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 5 octobre 1995

Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (24,6 % des valeurs de l'enquête) a progressé de 16,5 % au premier trimestre 1995 en raison de nouveaux dépôts d'obligations françaises chez un des établissements informateurs de l'enquête-titres. La progression de ces valeurs n'est donc pas significative.

Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions cotées ont légèrement progressé (+ 1 %).

L'encours des titres d'OPCVM monétaires a par ailleurs fléchi de près de 5 %.

Les chiffres du tableau précédent reflètent l'importance des fonds collectés par les sociétés d'assurance, principalement au titre de l'assurance-vie.

À fin mars 1995, la part relative des obligations françaises dans le portefeuille des entreprises d'assurance et de caisses de retraite atteint plus de 66 % (9 % seulement pour les actions et 16 % pour les titres d'OPCVM français).

## Le portefeuille des associations et groupements divers

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	10 565	10 283	- 2,7		
Françaises cotées.....	8 397	7 957	- 5,2	7,0	6,6
Françaises non cotées.....	787	794	0,9	0,7	0,7
Étrangères.....	1 381	1 532	10,9	1,1	1,3
OBLIGATIONS.....	31 898	29 490	- 7,5		
Françaises.....	30 640	28 415	- 7,3	25,4	23,4
Étrangères.....	1 258	1 075	- 14,5	1,0	0,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	77 928	81 494	4,6		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	54 138	57 629	6,4	44,9	47,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	12 357	12 655	2,4	10,2	10,4
OPCVM actions.....	1 397	1 685	20,6	1,2	1,4
OPCVM diversifiés.....	1 483	1 531	3,2	1,2	1,3
OPCVM garantis.....	264	382	44,7	0,2	0,3
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	8 289	7 612	- 8,2		
OPCVM monétaires.....	5 015	4 608	- 8,1	4,2	3,8
Autres titres d'OPCVM.....	3 274	3 004	- 8,2	2,7	2,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	200	203	1,5	0,2	0,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>120 591</b>	<b>121 470</b>	<b>0,7</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 5 octobre 1995					

Les portefeuilles des associations et groupements divers (1,8 % des valeurs de l'enquête) ont légèrement progressé au premier trimestre 1995 (+ 0,7 %), après avoir montré une évolution nettement défavorable au cours de la période précédente (- 4,0 %).

L'augmentation des titres d'OPCVM monétaires (+ 5,2 %) a compensé le repli de l'encours des actions cotées (- 5,2 %) et surtout celui des obligations françaises (- 7,3 %).

La structure des portefeuilles des associations et groupements divers a subi quelques changements au cours du premier trimestre 1995.

On notera ainsi que la part relative des obligations françaises a perdu 2 points au profit de celle des titres d'OPCVM monétaires.

## Le portefeuille des administrations publiques

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
<b>ACTIONS</b> .....	70 940	62 950	- 11,3		
Françaises cotées.....	70 784	62 801	- 11,3	54,6	48,6
Françaises non cotées.....	7	5	- 28,6	0,0	0,0
Étrangères.....	149	144	- 3,4	0,1	0,1
<b>OBLIGATIONS</b> .....	31 021	32 880	6,0		
Françaises.....	29 638	31 255	5,5	22,9	24,2
Étrangères.....	1 383	1 625	17,5	1,1	1,3
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b> ....	27 624	33 429	21,0		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	11 037	14 334	29,9	8,5	11,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	2 552	2 081	- 18,5	2,0	1,6
OPCVM actions.....	971	1 243	28,0	0,7	1,0
OPCVM diversifiés.....	820	721	- 12,1	0,6	0,6
OPCVM garantis.....	799	677	- 15,3	0,6	0,5
<i>Autres titres d'OPCVM</i> .....	11 445	14 373	25,6		
OPCVM monétaires.....	6 752	8 565	26,9	5,2	6,6
Autres titres d'OPCVM.....	4 693	5 808	23,8	3,6	4,5
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS</b>	2	11	450,0	0,0	0,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>129 587</b>	<b>129 270</b>	<b>- 0,2</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 5 octobre 1995

Les portefeuilles des administrations publiques (1,9 % des valeurs de l'enquête) ont très légèrement diminué au premier trimestre 1995 (- 0,2 %).

La progression des obligations françaises (+ 5,5 %) et surtout celle des titres d'OPCVM français (+ 21 %) a largement compensé la diminution des encours d'actions françaises cotées (- 11,3 %).

En conséquence, à fin mars 1995, la structure des portefeuilles des administrations publiques apparaît assez différente de ce qu'elle était à la fin du trimestre précédent. La part relative en actions françaises cotées s'est réduite de 6 points, au profit des obligations françaises (+ 1,3 point) et des titres d'OPCVM monétaires (+ 4 points).

## Le portefeuille des non-résidents

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	442 191	445 592	0,8		
Françaises cotées.....	423 117	429 657	1,5	49,3	49,5
Françaises non cotées.....	1 679	1 640	- 2,3	0,2	0,2
Étrangères.....	17 395	14 295	- 17,8	2,0	1,6
OBLIGATIONS.....	397 036	402 869	1,5		
Françaises.....	330 793	338 623	2,4	38,5	39,0
Étrangères.....	66 243	64 246	- 3,0	7,7	7,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	18 433	17 573	- 4,7		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	9 195	8 761	- 4,7	1,1	1,0
OPCVM obligataires et titres de créances.....	3 407	3 099	- 9,0	0,4	0,4
OPCVM actions.....	1 122	1 466	30,7	0,1	0,2
OPCVM diversifiés.....	901	718	- 20,3	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	123	172	39,8	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	3 685	3 357	- 8,9		
OPCVM monétaires.....	967	891	- 7,9	0,1	0,1
Autres titres d'OPCVM.....	2 718	2 466	- 9,3	0,3	0,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 361	1 913	40,6	0,2	0,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>859 021</b>	<b>867 947</b>	<b>1,0</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 5 octobre 1995

Les portefeuilles des non-résidents recensés dans l'enquête (12,6 % de l'ensemble des valeurs) ont augmenté de 1 % au premier trimestre 1995, après avoir connu un repli de 4 % au cours des trois derniers mois de l'année 1994.

Corrigés de l'évolution des indices de cours, les encours d'actions cotées ont progressé de 3,7 % et les encours d'obligations françaises sont restés pratiquement stables (+ 0,3 %), en rupture avec le mouvement de désinvestissement (20 % du volume des titres) qui avait caractérisé l'année 1994.

La structure des portefeuilles des non-résidents ne s'est pratiquement pas modifiée au cours du premier trimestre 1995.

## Le portefeuille des établissements de crédit et assimilés

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	154 568	134 477	- 13,0		
Françaises cotées.....	95 784	92 676	- 3,2	16,4	16,7
Françaises non cotées.....	27 595	17 628	- 36,1	4,7	3,2
Étrangères.....	31 189	24 173	- 22,5	5,3	4,4
OBLIGATIONS.....	293 740	292 769	- 0,3		
Françaises.....	227 808	225 926	- 0,8	38,9	40,8
Étrangères.....	65 932	66 843	1,4	11,3	12,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS...	133 932	123 660	- 7,7		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	64 731	59 871	- 7,5	11,1	10,8
OPCVM obligataires et titres de créances.....	17 743	16 315	- 8,0	3,0	2,9
OPCVM actions.....	1 726	2 385	38,2	0,3	0,4
OPCVM diversifiés.....	4 755	5 797	21,9	0,8	1,0
OPCVM garantis.....	96	129	34,4	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i> .....	44 881	39 163	- 12,7		
OPCVM monétaires.....	2 987	4 374	46,4	0,5	0,8
Autres titres d'OPCVM.....	41 894	34 789	- 17,0	7,2	6,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2 895	2 871	- 0,8	0,5	0,5
<b>TOTAL.....</b>	<b>585 135</b>	<b>553 777</b>	<b>- 5,4</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 5 octobre 1995

Les résultats du tableau précédent ne représentent que de façon partielle l'évolution et la structure 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.

## Le portefeuille des OPCVM

<b>ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES OPCVM</b>					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1994	Mars 1995	Mars 1995/ Décembre 1994	Décembre 1994	Mars 1995
ACTIONS.....	257 155	239 328	- 6,9		
Françaises cotées.....	188 601	179 500	- 4,8	15,5	15,4
Françaises non cotées.....	3 825	3 043	- 20,4	0,3	0,3
Étrangères.....	64 729	56 785	- 12,3	5,3	4,9
OBLIGATIONS.....	878 964	844 780	- 3,9		
Françaises.....	793 762	767 466	- 3,3	65,0	65,9
Étrangères.....	85 202	77 314	- 9,3	7,0	6,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	80 967	76 850	- 5,1		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	46 125	41 488	- 10,1	3,8	3,6
OPCVM obligataires et titres de créances.....	4 582	4 740	3,4	0,4	0,4
OPCVM actions.....	2 701	2 378	- 12,0	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	1 273	1 131	- 11,2	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	326	217	- 33,4	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	25 960	26 896	3,6		
OPCVM monétaires.....	18 018	18 232	1,2	1,5	1,6
Autres titres d'OPCVM.....	7 942	8 664	9,1	0,7	0,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	3 604	3 034	- 15,8	0,3	0,3
<b>TOTAL.....</b>	<b>1 220 690</b>	<b>1 163 992</b>	<b>- 4,6</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 5 octobre 1995

L'encours total des *OPCVM* a diminué de 4,6 % au cours du premier trimestre 1995 (- 2,2 % sur les trois derniers mois de l'année 1994). En volume, les *obligations*, qui représentaient 66 % des portefeuilles de ce secteur à fin mars 1995, ont diminué de 5,4 % et les portefeuilles d'*actions cotées* et de *titres d'OPCVM français* se sont contractés respectivement de 2,6 % et 5,1 %.

La *structure des portefeuilles des OPCVM* à fin mars 1995 est restée pratiquement inchangée par rapport à celle de la fin de l'année précédente.

## 2.2. 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>						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Actions					
	Françaises cotées		Françaises non cotées		Étrangères	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Ménages.....	22,6	23,3	42,7	36,5	24,8	24,5
Sociétés.....	17,0	14,8	48,4	56,9	26,7	31,3
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	11,0	11,3	1,2	1,1	9,8	9,3
Associations et groupements divers.....	0,6	0,6	1,0	0,8	0,6	0,7
Administrations publiques.....	5,1	4,7	0,0	0,0	0,1	0,1
Non-résidents.....	30,3	32,0	2,0	1,7	8,0	6,9
OPCVM.....	13,5	13,4	4,6	3,1	29,9	27,3
<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>
	Titres d'OPCVM français				Titres d'OPCVM étrangers	
	OPCVM français		dont monétaires			
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Ménages.....	56,2	55,6	43,9	43,5	59,1	60,6
Sociétés.....	19,3	18,8	30,5	29,8	16,4	13,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	14,0	14,5	10,4	10,3	9,5	10,0
Associations et groupements divers.....	4,0	4,4	6,0	6,6	0,6	0,6
Administrations publiques.....	1,4	1,8	1,8	2,4	0,0	0,0
Non-résidents.....	1,0	0,9	1,0	1,0	3,9	5,9
OPCVM.....	4,2	4,1	6,5	6,3	10,4	9,3
<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>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 5 octobre 1995						

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

(en pourcentage)

	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères		Décembre 1994	Mars 1995
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995		
Ménages.....	18,7	17,9	4,3	4,1	30,3	29,2
Sociétés.....	6,6	6,0	8,2	9,7	13,6	12,9
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	31,9	37,3	38,3	40,6	21,5	24,6
Associations et groupements divers.....	1,1	0,9	0,4	0,3	1,8	1,8
Administrations publiques.....	1,1	1,0	0,4	0,5	1,9	1,9
Non-résidents.....	12,0	11,3	21,2	20,3	12,7	12,6
OPCVM.....	28,7	25,6	27,2	24,5	18,1	16,9
<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>

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 octobre 1995

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 trimestre 1995.

Les ménages, premiers détenteurs de valeurs mobilières, possédaient à fin mars 1995 29,2 % des portefeuilles, contre 30,3 % à la fin du trimestre précédent. Ils devancent les entreprises d'assurance et les caisses de retraite (24,6 %) et les OPCVM (16,9 %).

Les non-résidents arrivent en tête dans cette étude pour la détention des actions françaises cotées (32,0 %, contre 30,3 % à fin décembre 1994), les ménages occupent la deuxième place (23,3 %), soit un niveau très légèrement supérieur à celui du trimestre précédent (22,6 %).

Plus du tiers des obligations françaises (37,3 %) était détenu à fin mars 1995 par les entreprises d'assurance et caisses de retraite.

À fin mars 1995, les titres d'OPCVM français étaient détenus par les ménages à hauteur de 55,6 %, soit 0,6 point de moins qu'à la fin de l'année précédente. Au cours de la même période, les sociétés, deuxième détenteur de ces valeurs avec 18,8 %, avaient également perdu 0,5 point de détention.

En ce qui concerne la détention des titres d'OPCVM monétaires, on observe que la part relative des ménages et des sociétés a diminué respectivement de 0,4 point et de 0,7 point.

### 2.3. Répartition par groupes de porteurs des obligations d'État autres que celles détenues par les établissements de crédit

Parmi les obligations, les *valeurs d'État* (autres que celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 42,0 % des obligations recensées dans l'enquête à fin mars 1995 <sup>1</sup>, sont détenues essentiellement par les OPCVM (32,3 %), les non-résidents (26,8 %) et les entreprises d'assurance et caisses de retraite (24,4 %).

Les non-résidents, qui avaient fortement réduit leur détention d'OAT au cours de l'année 1994, ont stabilisé leur position au premier trimestre 1995 (- 0,5 point seulement).

<b>RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AUTRES QUE CELLES DÉTENUES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1994	Mars 1995
Ménages .....	7,4	7,5
Sociétés.....	6,9	5,6
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	21,9	24,4
Associations et groupements divers.....	1,0	0,9
Administrations publiques.....	2,4	2,5
Non-résidents.....	27,3	26,8
OPCVM.....	33,0	32,3
<b>TOTAL (hors établissements de crédit).....</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 5 octobre 1995

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

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

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

(en pourcentage)

	OPCVM « maison »					
	monétaires		obligataires et titres de créances		actions	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Ménages.....	46,9	46,7	79,8	79,3	74,7	72,5
Sociétés.....	31,7	30,9	6,3	5,9	4,6	5,8
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	8,2	8,2	9,5	10,3	17,2	17,7
Associations et groupements divers.....	6,0	6,7	2,4	2,5	0,8	1,0
Administrations publiques.....	1,2	1,7	0,5	0,4	0,5	0,7
Non-résidents.....	1,0	1,0	0,7	0,6	0,6	0,8
OPCVM.....	5,1	4,8	0,9	0,9	1,5	1,4
<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>

	OPCVM « maison »			
	diversifiés		garantis	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Ménages.....	42,7	43,0	91,7	90,0
Sociétés.....	15,2	16,7	4,2	5,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	35,4	34,3	0,9	1,5
Associations et groupements divers.....	2,2	2,2	0,5	0,9
Administrations publiques.....	1,2	1,1	1,7	1,5
Non-résidents.....	1,3	1,0	0,3	0,4
OPCVM.....	1,9	1,7	0,7	0,5
<b>TOTAL (hors établissements de crédit)</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

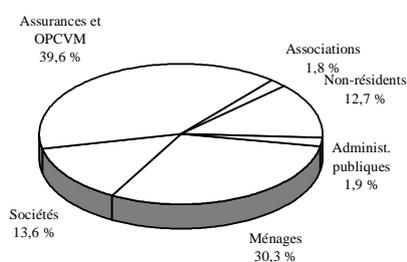
Mise à jour le 5 octobre 1995

<b>RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	OPCVM « non maison »			
	monétaires		autres titres d'OPCVM	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Ménages.....	11,4	11,1	22,9	23,4
Sociétés.....	17,6	18,8	13,2	12,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	34,1	31,9	49,5	49,5
Associations et groupements divers.....	6,0	5,5	2,5	2,3
Administrations publiques.....	8,1	10,1	3,6	4,4
Non-résidents.....	1,2	1,1	2,1	1,8
OPCVM.....	21,6	21,6	6,2	6,5
<b>TOTAL (hors établissements de crédit).....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	OPCVM étrangers		TOTAL OPCVM	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
	Ménages.....	59,1	60,6	56,2
Sociétés.....	16,4	13,5	19,2	18,7
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	9,5	10,0	13,9	14,4
Associations et groupements divers.....	0,6	0,6	4,0	4,3
Administrations publiques.....	0,0	0,0	1,4	1,8
Non-résidents.....	3,9	5,9	1,0	1,0
OPCVM.....	10,4	9,3	4,3	4,2
<b>TOTAL (hors établissements de crédit).....</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 5 octobre 1995				

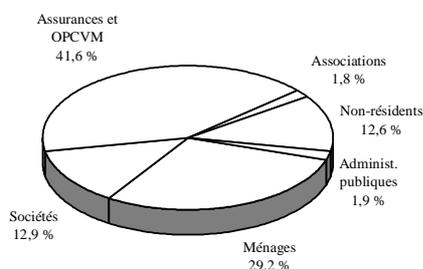
À fin mars 1995, les ménages détenaient 55,6 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements de crédit), contre 56,2 % un trimestre auparavant (46,7 %, contre 46,9 % pour les OPCVM monétaires maison<sup>1</sup> et 79,3 %, contre 79,8 %, pour les OPCVM obligataires et titres de créances). Les sociétés, au deuxième rang des détenteurs de titres d'OPCVM, possédaient 18,7 % du sous-ensemble analysé, contre 19,2 % à fin décembre 1994 (30,9 %, contre 31,7 %, pour les OPCVM monétaires maison).

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

Décembre 1994



Mars 1995



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

Mise à jour le 5 octobre 1995

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

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

<b>COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS</b>				
<i>(en francs)</i>				
	Ménages		Sociétés	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
Actions.....	28 059	27 450	980 829	963 568
Obligations.....	36 801	37 929	606 997	632 160
OPCVM.....	76 808	72 796	1 110 594	1 069 595
<b>TOTAL.....</b>	<b>141 668</b>	<b>138 175</b>	<b>2 698 420</b>	<b>2 665 323</b>

Réalisation : Banque de France  
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82  
Mise à jour le 5 octobre 1995

Au 31 mars 1995, on dénombrait dans l'enquête 14 531 661 *comptes-titres de ménages* (+ 0,5 % par rapport à décembre 1994 et – 5,0 % environ par rapport à fin mars 1994), dont 2,7 millions de PEA environ (18,6 % du total des comptes-titres).

Dans ce total, le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires et les sociétés de bourse représentait 1 % du total, contre 31 % pour les trois grandes banques et 68 % pour les autres établissements.

Il est intéressant de mettre en parallèle ces résultats et ceux de l'enquête *SOFRES d'avril 1995 sur la détention des valeurs mobilières* dont il ressortait que 10,5 millions de Français étaient détenteurs de valeurs mobilières, soit 23,9 % de la population âgée de 15 ans et plus, en diminution de 6,2 % par rapport au précédent sondage d'avril 1994.

Le tableau précédent montre que, au *premier trimestre 1995*, le montant du compte-titres moyen des ménages a baissé de 2,5 %, principalement en raison de la diminution des titres d'OPCVM dans les portefeuilles (– 5,2 %) et qu'il s'élevait à 138 175 francs à fin mars (contre 145 000 francs environ à fin mars 1994) ; à la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 61 000 francs.

Le montant du compte-titres moyen des *sociétés* a diminué de 1,2 % au premier trimestre 1995 (– 3,7 % pour sa composante OPCVM). Il s'élevait à 2,7 millions de francs à fin mars 1995.

### 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 entre décembre 1994 et mars 1995 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 42 % et 54 % à fin mars 1995).

Un tiers environ du portefeuille-titres est composé d'actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre respectivement 20 % et 11 % chez les trois grandes banques et les « autres établissements ». La part des obligations françaises détenues par les ménages a progressé dans les trois groupes.

<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES</b>						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
<b>ACTIONS</b>						
Actions françaises cotées.....	33,9	33,0	19,5	20,2	10,9	10,9
Actions françaises non cotées.....	0,4	0,4	0,1	0,1	2,8	2,8
Actions étrangères .....	8,7	8,3	3,3	3,3	1,5	1,4
<b>OBLIGATIONS</b>						
Obligations françaises.....	10,7	14,0	22,9	23,6	28,5	30,2
Obligations étrangères.....	0,9	0,8	0,3	0,3	0,8	0,8
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>						
OPCVM monétaires.....	22,9	23,5	18,3	17,2	21,9	20,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	11,8	10,3	22,5	22,5	20,4	19,9
OPCVM actions.....	5,6	5,2	7,1	6,8	6,4	6,1
OPCVM diversifiés.....	1,7	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
OPCVM garantis.....	0,6	0,7	1,3	1,0	2,8	2,7
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM</b>						
OPCVM monétaires.....	0,1	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6
Autres titres d'OPCVM.....	0,7	0,5	0,8	1,2	1,9	1,9
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS .....</b>	1,9	1,7	2,2	2,1	0,2	0,3
<b>TOTAL.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
						Mise à jour le 5 octobre 1995

<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 sensiblement modifiée au cours du premier trimestre 1995.

On observe un fléchissement important (de l'ordre de 7 points) de la part des actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse et chez les trois grandes banques. Le transfert s'est opéré au profit des obligations françaises pour l'essentiel (environ 3 points) et des valeurs étrangères (actions et obligations).

En revanche, chez les autres établissements, la part relative en obligations françaises s'est réduite au profit de celle des actions.

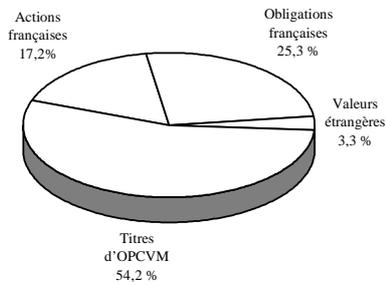
Les actions françaises et étrangères occupent une place importante chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse et chez les trois grandes banques (de l'ordre de 62 % et 37 %).

Chez les « autres établissements », les titres d'OPCVM monétaires arrivent en première position (près de 45 %) devant les obligations (près de 31 %).

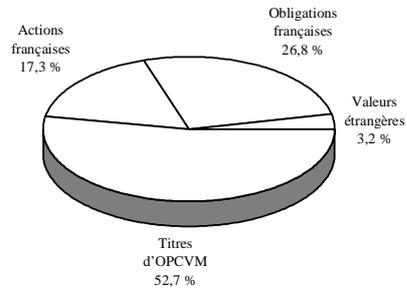
<b>STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES</b>						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995	Décembre 1994	Mars 1995
<b>ACTIONS</b>						
Actions françaises cotées.....	41,5	34,4	32,5	25,3	9,7	11,2
Actions françaises non cotées.....	9,9	14,5	1,8	2,5	1,2	1,3
Actions étrangères.....	11,6	12,8	6,6	8,7	1,9	2,3
<b>OBLIGATIONS</b>						
Obligations françaises.....	17,5	20,2	6,6	9,9	28,2	25,3
Obligations étrangères.....	1,6	1,7	1,9	2,2	4,2	5,6
<b>TITRES D'OPCVM FRANÇAIS</b>						
OPCVM monétaires.....	11,6	10,0	40,2	40,5	42,3	41,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	1,3	1,2	4,7	5,0	4,8	4,4
OPCVM actions.....	0,4	0,7	1,8	1,9	0,8	1,1
OPCVM diversifiés.....	1,0	1,4	1,0	0,9	1,3	1,4
OPCVM garantis.....	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM</b>						
OPCVM monétaires.....	0,2	0,2	0,9	1,0	3,1	3,5
Autres titres d'OPCVM.....	2,9	2,4	0,8	1,0	1,6	1,7
<b>TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS</b> .....	0,5	0,4	0,9	0,8	0,6	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>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 5 octobre 1995						

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES**

**Décembre 1994**



**Mars 1995**

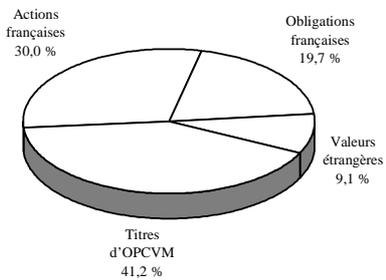


Réalisation : Banque de France  
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

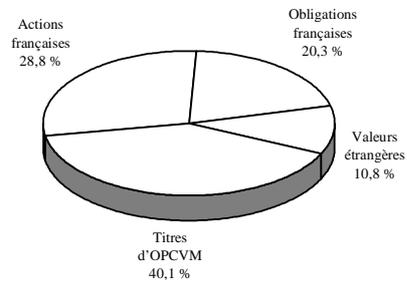
Mise à jour le 5 octobre 1995

**COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS**

**Décembre 1994**



**Mars 1995**



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

Mise à jour le 5 octobre 1995

# LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 691 déclarations  
et portant sur la période du 1<sup>er</sup> au 13 juillet 1995)

Entre début avril et début juillet 1995, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits. Sur un an, en dépit d'une baisse durant la dernière période, les taux marquent tous des hausses.

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

## 1. Entre début avril et début juillet, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits

Les baisses se sont ainsi étagées de 0,18 point pour l'escompte à 0,29 point pour les prêts à moyen et long terme, 0,50 point pour les découverts et 0,72 point pour les autres prêts à court terme.

Sur la même période, les taux de référence ont été orientés à la baisse : le taux moyen au jour le jour a fléchi de 0,86 point, le TIOP à un mois de 1,26 point et le TIOP à trois mois de 1,32 point.

Le TBB, quant à lui, est resté inchangé durant la période couverte par l'enquête à 8,25 % (la baisse de 0,35 point à 7,90 % intervenue le 1<sup>er</sup> septembre lui est postérieure).

## 2. S'agissant des évolutions du coût du crédit selon la nature des concours et les tranches de montant, les taux des prêts à moyen et long terme ainsi que ceux des autres prêts à court terme se sont tous réduits

Les baisses se sont étagées de 0,08 point pour les crédits à moyen et long terme d'un montant inférieur à 100 000 francs à 0,77 point pour les autres crédits à court terme d'un montant supérieur à 10 millions de francs.

En ce qui concerne l'escompte et les découverts, les évolutions ont été plus contrastées : des baisses ont été notées (de 0,01 point pour les découverts d'un montant inférieur à 100 000 francs à 0,96 point pour ceux d'un montant supérieur à 10 millions de francs), les hausses ayant été très légères (de 0,01 point pour les découverts d'un montant compris entre 100 000 francs et 300 000 francs à 0,33 point pour l'escompte d'un montant inférieur ou égal à 100 000 francs).

### 3. Sur un an, soit entre juillet 1994 et juillet 1995, en dépit d'une baisse durant la dernière période, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des hausses

Elles sont comprises entre 0,59 point pour les prêts à moyen et long terme et 1,24 point pour les découverts.

L'examen par montant fait ressortir que toutes les catégories ont connu une hausse sur un an, allant de 0,22 point pour les prêts à moyen et long terme compris entre 300 000 francs et 500 000 francs à 1,3 point pour les autres crédits à court terme compris entre 2 millions de francs et 10 millions de francs.

Sur la même période, le TBB a progressé de 0,55 point (passant de 7,70 % à 8,25 %), le taux moyen au jour le jour de 1,44 point (passant de 5,36 % à 6,80 %) ; le TIOP à un mois a progressé de 1,08 point (passant de 5,56 % à 6,64 %) et celui à trois mois de 0,82 point (passant de 5,64 % à 6,46 %).

TAUX OBSERVÉS							
<i>(en pourcentage)</i>							
Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs						Ensemble (Taux moyen)
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	11,73	10,91	10,34	9,80	9,00	8,12	8,98
Taux minimum.....	7,59	7,50	7,60	7,25	7,02	7,05	
maximum.....	17,05	17,05	17,05	14,10	11,45	9,25	
DÉCOUVERT							
moyen.....	12,79	11,35	10,34	9,80	8,92	7,80	8,82
Taux minimum.....	8,00	7,63	7,03	7,25	7,14	7,45	
maximum.....	16,52	16,52	16,52	14,75	11,75	9,65	
AUTRES COURT TERME							
moyen.....	9,97	10,26	9,62	9,13	8,23	7,49	7,72
Taux minimum.....	7,75	6,80	7,10	7,01	7,02	7,00	
maximum.....	16,95	14,45	13,50	14,15	12,40	10,10	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	8,86	8,79	8,51	8,41	8,12	(a)	8,37
Taux minimum.....	7,15	7,20	7,25	7,25	7,50	(a)	
maximum.....	12,20	11,80	11,80	11,90	9,70	(a)	

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

# 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

#### ***Convention, en date du 9 août 1995, relative aux moyens mis à disposition du Secrétariat général de la Commission bancaire par la Banque de France***

La Banque de France (ci-après « la Banque ») et la Commission bancaire (ci-après « la Commission »), représentées respectivement par M. Ferman, sous-gouverneur de la Banque de France, et M. Hannoun, président de la Commission bancaire en qualité de représentant de M. Trichet, gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, concluent la présente convention, conformément aux dispositions de l'article 39 modifié de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, en vue de définir les modalités de mise à disposition du Secrétariat général de la Commission bancaire des agents et moyens nécessaires à l'accomplissement de ses missions.

#### **Article premier**

La Banque met à disposition du Secrétariat général de la Commission bancaire le nombre d'agents précisé par catégorie dans l'annexe 1.

Cette annexe fait l'objet d'une révision annuelle par décision conjointe d'un représentant du gouverneur mandaté à cet effet et du secrétaire général de la Commission bancaire.

En cas d'urgence, le secrétaire général de la Commission bancaire peut demander à la Banque la mise à disposition à titre temporaire d'agents supplémentaires.

Le président de la Commission bancaire agréée les agents mis à sa disposition.

#### **Article 2**

La durée de la mise à disposition des agents est en principe de quatre ans, renouvelable. La mise à disposition peut prendre fin avant le terme qui lui a été fixé à la demande de l'agent, du Secrétariat général de la Commission bancaire ou du gouverneur de la Banque de France.

La mise à disposition d'un agent, son renouvellement ou sa cessation interviennent par décision du gouverneur de la Banque de France.

#### **Article 3**

Les agents mis à disposition demeurent dans leur catégorie d'origine en qualité d'agent de la Banque de France, continuent à bénéficier dans cette catégorie de leurs droits à l'avancement et à la retraite et à percevoir de la Banque leur rémunération.

#### **Article 4**

Dans l'exercice de leurs fonctions, ils sont placés sous l'autorité du secrétaire général de la Commission bancaire, qui fixe leur mission et leurs conditions de travail.

Le gouverneur de la Banque de France exerce le pouvoir disciplinaire sur les agents mis à disposition du Secrétariat général de la Commission bancaire.

#### **Article 5**

La Banque met à disposition du Secrétariat général de la Commission bancaire les moyens financiers, en locaux et en matériels précisés dans l'annexe 2.

Cette annexe fait l'objet d'une révision annuelle par décision conjointe d'un représentant du gouverneur mandaté à cet effet et du secrétaire général de la Commission bancaire.

#### **Article 6**

La Banque de France alloue en outre au Secrétariat général de la Commission bancaire les moyens financiers nécessaires à l'exécution des conventions conclues par le Secrétariat général de la Commission bancaire en application de l'article 39, 2<sup>e</sup> alinéa, 2<sup>e</sup> phrase de la loi bancaire du 24 janvier 1984.

**Article 7**

Le Secrétariat général de la Commission bancaire bénéficie de la mise à disposition des agents et des moyens nécessaires à l'accomplissement de ses missions à titre gratuit.

Il est soumis à la procédure de contrôle budgétaire en vigueur à la Banque.

**Article 8**

La présente convention est conclue sans condition de durée.

**Article 9**

La présente convention entre en vigueur ce jour.

**ANNEXE 1**

À la date de signature de la présente convention, la Banque affecte au Secrétariat les effectifs nécessaires pour que le nombre d'agents équivalent temps plein mis à sa disposition soit égal à :

– Cadres :	186,5
dont :	
• Inspecteurs :	48
• Personnels de direction :	79,5
• Agents d'encadrement :	59
– Personnels de bureaux :	134,8
– Agents de service :	12

**ANNEXE 2**

À la date de la signature de la présente convention, la Banque affecte au Secrétariat les moyens ci-après :

– Moyens financiers alloués sur la base de la comptabilité analytique de l'exercice 1994 :	
• Coûts directs :	210 618 milliers de francs
• Coûts complets :	438 846 milliers de francs
– Moyens immobiliers au 1 <sup>er</sup> juillet 1995 :	
• 1 278 m <sup>2</sup> –	5 rue de la Bourse
• 4 335 m <sup>2</sup> –	73 rue de Richelieu
• 1 378 m <sup>2</sup> –	75 rue de Richelieu

## Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

du 1<sup>er</sup> au 30 septembre 1995

### Comité de la réglementation bancaire

#### Règlement n° 95-01 du 21 juillet 1995

relatif à la garantie des dépôts

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment ses articles 33 (9°), 52-1 et 100-1, tels qu'ils résultent de l'article 10 de la loi n° 94-679 du 8 août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier ;

Vu la directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 relative aux systèmes de garantie des dépôts ;

Vu la décision du Comité mixte de l'EEE n° 18/94 du 28 octobre 1994 portant modification de l'annexe IX (services financiers) de l'accord sur l'Espace économique européen ;

Vu le règlement n° 90-02 du 23 février 1990 relatif aux fonds propres, modifié par les règlements n° 91-05 du 15 février 1991, n° 92-02 du 27 janvier 1992, n° 93-07 du 21 décembre 1993 et n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

Vu le règlement n° 92-13 du 23 décembre 1992 relatif à la fourniture de services bancaires en France par des établissements ayant leur siège social dans les autres États membres des Communautés européennes, modifié par les règlements n° 93-03 du 19 mars 1993, n° 94-02 du 27 juillet 1994 et n° 94-04 du 8 décembre 1994,

décide :

#### **Titre I – Établissements de crédit assujettis**

##### *Article premier*

Conformément aux dispositions de l'article 52-1 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 susvisée, les établissements de crédit ayant leur siège social en

France ainsi que les succursales établies en France d'établissements de crédit ayant leur siège social hors de l'Espace économique européen adhérent, dans les conditions prévues au présent règlement, à un système de garantie destiné à indemniser les déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts et autres fonds remboursables.

#### Article 2

Les succursales établies dans la collectivité territoriale de Saint-Pierre-et-Miquelon d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen autre que la France sont soumises aux dispositions du présent règlement dans les mêmes conditions que les succursales d'établissements de crédit ayant leur siège social hors de l'Espace économique européen.

#### Article 3

Les succursales établies dans la Principauté de Monaco d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen autre que la France sont soumises aux dispositions du présent règlement dans les mêmes conditions que les succursales d'établissements de crédit ayant leur siège social hors de l'Espace économique européen.

#### Article 4

Les succursales établies en France d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen peuvent, dans la mesure où le système de garantie de leur pays d'origine est moins favorable, adhérer à titre complémentaire à un système de garantie en France.

Les succursales qui font usage de la faculté d'adhésion prévue à l'alinéa précédent sont soumises aux dispositions du présent règlement. Celles qui ne font pas usage de cette faculté d'adhésion sont néanmoins soumises aux dispositions des articles 17 et 20 ci-dessous.

### **Titre II – Dépôts et autres fonds remboursables garantis**

#### Article 5

Les dépôts et autres fonds remboursables garantis en application de l'article 52-1 de la loi n° 84-46 du

24 janvier 1984 susvisée et du présent règlement, ci-après dénommés « les dépôts », s'entendent comme tout solde créditeur résultant de fonds laissés en compte ou de situations transitoires provenant d'opérations bancaires normales, que l'établissement de crédit doit restituer conformément aux conditions légales et contractuelles applicables, notamment en matière de compensation. Les dépôts ainsi définis incluent notamment les dépôts de garantie lorsqu'ils deviennent exigibles, les dépôts d'espèces liés à des opérations sur titres et les sommes dues en représentation de bons de caisse et de moyens de paiement émis par l'établissement.

Ne sont pas considérés comme des dépôts au sens du présent règlement les fonds que l'établissement reçoit de ses salariés en vertu de l'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 modifiée relative à l'intéressement et à la participation des salariés aux résultats de l'entreprise et à l'actionnariat des salariés.

#### Article 6

Sont exclus de tout remboursement par les systèmes de garantie :

- 1° Les dépôts effectués par d'autres établissements de crédit en leur nom et pour leur compte propres ;
- 2° Les éléments de passif entrant dans la définition des fonds propres de l'établissement au sens du règlement n° 90-02 susvisé ;
- 3° Les dépôts découlant d'opérations pour lesquelles une condamnation pénale définitive a été prononcée à l'encontre du déposant pour un délit de blanchiment de capitaux, sur le fondement de l'article 222-38 du nouveau code pénal ou de l'article 415 du code des douanes ;
- 4° Les dépôts non nominatifs autres que les sommes dues en représentation de moyens de paiement émis par l'établissement ;
- 5° Les titres de créance négociables mentionnés à l'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 ;
- 6° Les autres titres de créance émis par l'établissement de crédit et les engagements découlant d'acceptations propres et de billets à ordre ;

- 7° Les dépôts en devises autres que celles des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen et l'écu ;
- 8° Les dépôts pour lesquels le déposant a obtenu de l'établissement de crédit, à titre individuel, des taux et avantages financiers qui ont contribué à aggraver la situation financière de cet établissement ;
- 9° Les dépôts effectués par les personnes suivantes :
- a) États et administrations centrales ;
  - b) administrateurs, dirigeants, associés personnellement responsables, détenteurs d'au moins 5 % du capital de l'établissement de crédit, commissaires aux comptes et déposants ayant les mêmes qualités dans d'autres sociétés du groupe ;
  - c) tiers agissant pour le compte des déposants cités au b) ci-dessus ;
  - d) sociétés ayant avec l'établissement de crédit, directement ou indirectement, des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées un pouvoir de contrôle effectif sur les autres ;
  - e) établissements financiers et personnes mentionnées à l'article 8 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 susvisée ;
  - f) entreprises d'assurance ;
  - g) organismes de placement collectif ;
  - h) organismes de retraite et fonds de pension.

#### Article 7

Le plafond d'indemnisation par déposant ne peut être inférieur à 400 000 francs. Il s'applique à l'ensemble des dépôts d'un même déposant auprès du même établissement de crédit, quels que soient le nombre de dépôts, la localisation dans l'Espace économique européen et, sous réserve du 7° de l'article 6 du présent règlement, la devise concernée.

Il est tenu compte, dans le calcul du plafond mentionné au premier alinéa, de la part revenant à chaque déposant dans un compte joint. Sauf stipulation particulière, le compte est réparti de façon égale entre les déposants.

Les dépôts sur un compte sur lesquels deux personnes au moins ont des droits en leur qualité d'actionnaire ou d'associé d'une société, de membre d'une association ou d'un groupement d'intérêt économique sont, pour le calcul du même plafond, regroupés et traités comme s'ils étaient effectués par un déposant unique.

Lorsque le déposant n'est pas l'ayant droit des sommes déposées sur le compte, c'est la personne qui en est l'ayant droit qui bénéficie de la garantie, à condition que cette personne ait été identifiée ou soit identifiable avant la date à laquelle la Commission bancaire fait le constat de l'indisponibilité des dépôts ou avant la date d'ouverture de la procédure de redressement ou de liquidation judiciaires à l'égard de l'établissement de crédit. S'il existe plusieurs ayants droit, il est tenu compte de la part revenant à chacun d'eux, conformément aux dispositions régissant la gestion des sommes, pour le calcul du plafond mentionné au premier alinéa ci-dessus.

### Titre III – Systèmes de garantie

#### Article 8

Chaque système de garantie couvre une ou plusieurs catégories d'établissements de crédit au sens de l'article 18 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 susvisée. Il ne peut refuser l'adhésion d'un établissement de crédit agréé dans la catégorie ou dans l'une des catégories concernées, ni, à titre complémentaire, celle d'une succursale d'établissement de crédit ayant son siège social dans un autre État membre de l'Espace économique européen et appartenant à la même catégorie ou à une catégorie similaire.

#### Article 9

Sauf en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaires, il appartient à la Commission bancaire de constater que les dépôts d'un établissement de crédit sont devenus indisponibles, lorsque des dépôts échus et exigibles n'ont pas été payés par l'établissement concerné pour des raisons liées directement à sa situation financière et que la Commission estime qu'il n'apparaît pas pour le moment possible que le remboursement ait lieu prochainement.

La Commission bancaire décide s'il y a lieu de constater l'indisponibilité des dépôts au plus tard vingt et un jours après avoir établi pour la première fois qu'un dépôt échu et exigible n'a pas été restitué par un établissement de crédit pour des raisons qui pourraient être liées à sa situation financière. Elle notifie le constat d'indisponibilité au système de garantie dont relève l'établissement.

#### *Article 10*

L'établissement de crédit informe sans délai, par lettre recommandée, chacun des déposants de l'indisponibilité des dépôts. Cette lettre indique au déposant les démarches qu'il doit accomplir et les pièces justificatives qu'il doit fournir pour être indemnisé par le système de garantie.

Les systèmes de garantie vérifient les créances des déposants se rapportant à des dépôts indisponibles et les paient dans un délai de deux mois à compter de la date à laquelle la Commission bancaire a fait le constat de l'indisponibilité des dépôts ou, à défaut, de la date du jugement d'ouverture de la procédure de redressement ou de liquidation judiciaires à l'égard de l'établissement de crédit.

Lorsque les circonstances l'exigent, les systèmes de garantie peuvent demander à la Commission bancaire une prolongation du délai prévu au deuxième alinéa ci-dessus. Cette prolongation ne peut dépasser deux mois. La Commission bancaire peut, à la demande des systèmes de garantie, accorder au maximum deux nouvelles prolongations, sans que chacune de celles-ci puisse dépasser deux mois.

Le délai prévu aux deuxième et troisième alinéas ci-dessus ne peut être invoqué par les systèmes de garantie pour refuser le bénéfice de la garantie à un déposant apportant la preuve qu'il n'a pas été en mesure de faire valoir à temps son droit à un versement au titre de la garantie.

#### *Article 11*

L'indemnisation est effectuée en francs. Les dépôts en devises sont convertis en francs selon le cours constaté à la date du jugement d'ouverture de la procédure de redressement ou de liquidation judiciaires ou, à défaut, à la date à laquelle la Commission bancaire a fait le constat de l'indisponibilité des dépôts.

Les documents relatifs aux conditions et formalités à remplir pour bénéficier d'un versement au titre de la garantie des dépôts sont rédigés en langue française, de façon détaillée et aisément compréhensible.

Nonobstant les délais prévus aux premier et deuxième alinéas de l'article 10 ci-dessus, lorsque le déposant ou toute autre personne ayant des droits ou un intérêt sur les sommes détenues sur un compte a été mis en examen pour un délit de blanchiment de capitaux sur le fondement de l'article 222-38 du nouveau code pénal ou de l'article 415 du code des douanes, les systèmes de garantie suspendent les paiements correspondants dans l'attente du jugement définitif.

#### *Article 12*

Sans préjudice des droits que pourraient leur conférer des subrogations conventionnelles dans les autres situations, les systèmes de garantie sont, dans les procédures de redressement et de liquidation judiciaires, subrogés aux droits des déposants à concurrence du montant de leurs versements.

#### *Article 13*

Les établissements de crédit assujettis au présent règlement sont tenus de s'acquitter des obligations qui leur incombent en tant que membres du système de garantie auquel ils adhèrent. Si un établissement de crédit ne remplit pas ces obligations, le système de garantie en informe la Commission bancaire et lui fournit tous les renseignements permettant à celle-ci d'apprécier les manquements invoqués.

Si, en dépit des mesures prises par la Commission bancaire, l'établissement ne respecte pas les obligations mentionnées au premier alinéa, le système de garantie peut, avec l'accord de la Commission, lui notifier, avec un délai de préavis qui ne peut être inférieur à un an, son intention de l'exclure. Si, à l'expiration du délai de préavis, l'établissement de crédit n'a pas rempli ses obligations, le système de garantie peut, avec l'accord de la Commission bancaire, procéder à son exclusion. Les dépôts effectués avant la date d'exclusion continuent à être couverts intégralement par le système.

*Article 14*

Lorsqu'une succursale d'un établissement de crédit ayant son siège social hors de l'Espace économique européen dispose, par l'intermédiaire de son siège, d'une couverture au moins équivalente en assiette et en montant à celle offerte en France par le système de garantie auquel elle adhère, ce dernier peut définir, par un accord avec le système du pays d'origine, les conditions selon lesquelles l'indemnisation des déposants de la succursale est assurée par le système français conformément aux dispositions du présent règlement.

Dans tous les autres cas, la succursale adhère au système de garantie dans les mêmes conditions que les établissements de crédit ayant leur siège social en France.

*Article 15*

Lorsqu'une succursale d'un établissement de crédit ayant son siège social dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen demande à adhérer à un système de garantie en vue de bénéficier d'une garantie complémentaire, le système concerné définit avec le système dont relève l'établissement de crédit dans l'État de son siège social les conditions d'adhésion de la succursale et les modalités d'indemnisation des déposants de cette dernière, en respectant les principes suivants :

- 1° Le système concerné peut réclamer à la succursale une redevance pour la couverture complémentaire ; pour la détermination de cette redevance, il prend en compte la garantie financée par le système de l'État du siège ;
- 2° Le système concerné donne suite aux demandes d'indemnisation complémentaires sur la base d'une déclaration d'indisponibilité des dépôts effectuée par les autorités compétentes de l'État du siège.

*Article 16*

Si la succursale en France d'un établissement de crédit ayant son siège social dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, qui a fait usage de la faculté d'adhésion à titre complémentaire prévue à l'article 4 du présent règlement, ne remplit pas les obligations

qui lui incombent en tant que membre du système de garantie des dépôts intervenant à titre complémentaire, les autorités compétentes qui ont délivré l'agrément en sont informées par le Comité des établissements de crédit aux fins de prendre, en collaboration avec ce système de garantie, toutes les mesures propres à faire respecter lesdites obligations.

Si, en dépit de ces mesures, la succursale ne respecte pas les obligations mentionnées au premier alinéa ci-dessus, le système de garantie intervenant à titre complémentaire peut, avec l'accord des autorités qui ont délivré l'agrément et avec un délai de préavis qui ne peut être inférieur à un an, procéder à son exclusion. Les dépôts effectués avant la date d'exclusion continuent à bénéficier de la couverture complémentaire jusqu'à la date de leur échéance. La succursale informe immédiatement les déposants du retrait de la couverture complémentaire.

*Article 17*

Les succursales en France d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen et relevant d'un système de garantie de leur pays d'origine notifient au Comité des établissements de crédit toute modification de la couverture dont elles disposent.

**Titre IV – Systèmes équivalents***Article 18*

Sont réputés satisfaire à l'obligation d'adhérer à un système de garantie, les établissements affiliés à l'un des organes centraux mentionnés à l'article 20 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 susvisée, lorsque cet organe central, pour garantir la liquidité et la solvabilité de chacun de ces établissements affiliés comme de l'ensemble du réseau, a mis en place un dispositif remplissant les conditions suivantes :

- 1° Le dispositif a pour objet notamment d'éviter que les dépôts effectués auprès des établissements de crédit du réseau puissent devenir indisponibles ;
- 2° Le dispositif est doté des moyens nécessaires à cet effet ;

3° L'organe central a édicté des règles obligeant les établissements de crédit du réseau à assurer une information des déposants selon les modalités prévues à l'article 20 du présent règlement.

### **Titre V – Dispositions communes aux systèmes de garantie et aux systèmes équivalents**

#### *Article 19*

Les dépôts détenus au moment du retrait de l'agrément d'un établissement de crédit mentionné à l'article premier du présent règlement restent couverts par le système de garantie ou par le système équivalent auquel cet établissement adhère.

#### *Article 20*

Les établissements de crédit assujettis au présent règlement fournissent aux déposants, de même qu'à toute personne qui en fait la demande, toutes informations utiles sur le système de garantie, en particulier le montant et l'étendue de la couverture offerte, ou le cas échéant sur le système équivalent auquel ils adhèrent.

Les déposants peuvent obtenir, sur simple demande auprès du système de garantie, des informations complémentaires sur les conditions ou délais d'indemnisation ainsi que sur les formalités à accomplir pour être indemnisé.

Les établissements de crédit gestionnaires d'un fonds de garantie à caractère mutuel précisent aux personnes sollicitées de participer audit fonds que leurs cotisations ne seront pas couvertes par le système de garantie auquel l'établissement adhère tant qu'elles ne seront pas remboursables. Lorsque des sommes deviennent remboursables en application du règlement dudit fonds, les établissements gestionnaires informent le participant des conditions de remboursement de celles-ci.

Les informations mentionnées au présent article sont présentées en langue française et sous une forme aisément compréhensible.

L'usage à des fins publicitaires, par les établissements de crédit assujettis au présent règlement ainsi que par les systèmes de garantie ou les systèmes équivalents, de ces mêmes informations est interdit.

#### *Article 21*

Conformément au dernier alinéa de l'article 52-1 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 susvisée, le Comité de la réglementation bancaire arrête, par des décisions soumises à l'homologation du ministre chargé de l'Économie et publiées au *Journal officiel* de la République française, la liste des systèmes de garantie répondant aux conditions dudit article et du présent règlement, ainsi que des systèmes reconnus équivalents.

À cet effet, les gestionnaires des systèmes de garantie des dépôts et les organes centraux adressent au Comité de la réglementation bancaire tous les documents relatifs aux conditions d'organisation et de mise en œuvre de leur système, notamment les statuts, le règlement intérieur et les décisions des instances dirigeantes.

Tout projet de modification des conditions d'organisation et de mise en œuvre des systèmes inscrits sur la liste mentionnée au premier alinéa ci-dessus est soumis, trois mois avant son adoption, au Comité qui se prononce dans les formes de la décision arrêtant ladite liste. L'absence de réponse à l'expiration d'un délai de trois mois vaut acceptation.

### **Titre VI – Dispositions diverses et transitoires**

#### *Article 22*

Le deuxième alinéa de l'article 5 du règlement susvisé n° 92-13 du 23 décembre 1992 du Comité de la réglementation bancaire est complété comme suit :

« – règlement n° 95-01 du 21 juillet 1995 relatif à la garantie des dépôts. »

#### *Article 23*

Aussi longtemps qu'elles ne sont pas couvertes par un système de garantie de leur État d'origine conformément à la directive 94/19/CE du 30 mai 1994 susvisée, les succursales d'établissements de crédit ayant leur siège social dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen autre que la France sont tenues d'adhérer à un système de garantie en France dans les mêmes conditions que les établissements de crédit agréés en France.

Les succursales mentionnées au premier alinéa ci-dessus informent le Comité des établissements de crédit, ainsi que le système de garantie auquel elles adhèrent en France, dès que le système de garantie de leur État d'origine prend en charge leur couverture.

#### *Article 24*

Jusqu'au 31 décembre 1999, ni le niveau ni l'étendue de la couverture proposée par les succursales en France d'établissements de crédit ayant leur siège social hors de France et qui relèvent d'un système de garantie de leur pays d'origine ne peuvent excéder le niveau et l'étendue maximum de la couverture proposée par le système de garantie correspondant en France.

#### **Règlement n° 95-02 du 21 juillet 1995**

relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, modifiée en dernier lieu par la loi n° 94-679 du 8 août 1994,

Vu la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne,

Vu la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers,

Vu la directive 93/6/CEE du Conseil de l'Union européenne relative à l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, rendue applicable à l'Espace économique européen par la décision n° 7/94 du 21 mars 1994 du Comité mixte de l'Espace économique européen,

Vu le règlement n° 85-12 relatif à la consolidation des comptes des établissements de crédit et des compagnies financières, modifié par les règlements n° 90-06 du 20 juin 1990, n° 91-02 du 16 janvier 1991 et n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 88-04 relatif à la mesure et au contrôle des risques encourus par les établissements de crédit sur les marchés d'instruments à terme, modifié par le règlement n° 90-09 du 25 juillet 1990 et par le règlement n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 89-01 relatif à la comptabilisation des opérations en devises, modifié par le règlement n° 90-01 du 23 février 1990,

Vu le règlement n° 89-02 relatif à la surveillance des positions de change, modifié par les règlements n° 90-02 du 23 février 1990, n° 92-08 du 17 juillet 1992 et n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 90-01 relatif à la comptabilisation des opérations sur titres,

Vu le règlement n° 90-02 relatif aux fonds propres, modifié par les règlements n° 91-05 du 15 février 1991, n° 92-02 du 27 janvier 1992, n° 93-07 du 21 décembre 1993 et n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 90-08 du 25 juillet 1990 relatif au contrôle interne,

Vu le règlement n° 90-09 relatif au risque de taux d'intérêt sur les opérations de marché, modifié par le règlement n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 90-15 relatif à la comptabilisation des contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises, modifié par le règlement n° 92-04 du 17 juillet 1992,

Vu le règlement n° 91-05 relatif au ratio de solvabilité, modifié par les règlements n° 93-05 du 21 décembre 1993 et n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 93-05 relatif au contrôle des grands risques, modifié par le règlement n° 94-03 du 8 décembre 1994,

Vu le règlement n° 94-03 relatif aux compagnies financières et portant modification de divers règlements concernant la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée,

décide :

*Article premier*

Sont soumis au présent règlement sur base consolidée dans les conditions précisées à l'article 8 ci-après :

- les établissements de crédit au sens de l'article premier de la loi du 24 janvier 1984 susvisée,
- les compagnies financières visées à l'article 72 de cette même loi et surveillées par la Commission bancaire sur une base consolidée conformément au règlement n° 94-03 susvisé.

Ces établissements de crédit et compagnies financières sont ci-après dénommés les établissements assujettis.

*Article 2*

2.1. Les établissements assujettis sont tenus de respecter en permanence une exigence globale de fonds propres d'un montant au moins égal à la somme des exigences résultant du règlement n° 91-05 modifié susvisé relatif au ratio de solvabilité en vue de couvrir le risque de contrepartie sur les actifs et les éléments de hors bilan, hors portefeuille de négociation au sens de l'article 5 du présent règlement, et des exigences de fonds propres résultant du présent règlement.

2.2. Les fonds propres au sens du présent règlement doivent couvrir l'ensemble des exigences dues :

- au titre des risques de marché sur le portefeuille de négociation, tel que défini à l'article 5 du présent règlement ; ces risques comprennent le risque de taux, tel que défini à l'annexe II, le risque de variation de prix des titres de propriété, tel que défini à l'annexe III, et le risque de règlement-contrepartie, tel que défini à l'annexe IV ;
- ainsi qu'au titre du risque de change, tel que défini à l'annexe V.

Le cas échéant, ils doivent également couvrir une exigence supplémentaire résultant du dépassement des limites relatives aux grands risques, telle que définie à l'annexe VI.

2.3. La Commission bancaire peut autoriser les établissements assujettis à utiliser leurs modèles internes pour calculer les exigences en fonds propres prévues aux annexes II, III et V, si ces modèles répondent de manière suffisante aux conditions définies à l'annexe VII.

Dans cette hypothèse, les fonds propres au sens du présent règlement doivent couvrir à tout moment la plus élevée des trois valeurs suivantes :

- i) l'exigence en fonds propres résultant de l'application des méthodes décrites dans les annexes II, III et V à la dernière date de déclaration visée à l'article 11.1 du présent règlement ;
- ii) le chiffre précédent multiplié par le rapport entre :
  - l'exigence de fonds propres déterminée par le modèle interne et
  - l'exigence de fonds propres déterminée par le modèle interne à la précédente date de déclaration ;
- iii) trois fois le niveau de risque calculé par le modèle interne de l'établissement.

En outre, les fonds propres doivent couvrir une exigence au titre du risque de règlement-contrepartie sur le portefeuille de négociation, tel que défini à l'annexe IV, et, le cas échéant, une exigence supplémentaire résultant du dépassement des limites relatives aux grands risques, telles que définies à l'annexe VI.

*Article 3*

3.1. Les fonds propres au sens du présent règlement sont constitués par les fonds propres de base et complémentaires, au sens du règlement n° 90-02 modifié susvisé, restant disponibles après couverture des exigences dues au titre du ratio de solvabilité, à laquelle sont ajoutés les fonds propres surcomplémentaires définis au 3.3. ci-dessous.

Pour la détermination des fonds propres de base et complémentaires restant disponibles, les déductions prescrites aux articles 6 et 6 bis du règlement n° 90-02 modifié susvisé sont imputées par priorité aux fonds propres complémentaires.

3.2. Les fonds propres complémentaires au sens du règlement n° 90-02 modifié susvisé restant disponibles après couverture des exigences dues au titre du ratio de solvabilité et les fonds propres surcomplémentaires définis au 3.3. ci-dessous ne peuvent dépasser 250 % des fonds propres de base résiduels en vue de satisfaire aux exigences mentionnées à l'article 2.2. du présent règlement.

3.3. Les fonds propres surcomplémentaires comprennent :

- a) les bénéficiaires intermédiaires tirés du portefeuille de négociation déterminés selon les dispositions comptables qui sont fixées par le Comité de la réglementation bancaire, nets de toutes charges ou dividendes prévisibles et diminués, le cas échéant, des pertes nettes de leurs activités qui ne sont pas liées à leur portefeuille de négociation, à condition qu'aucun de ces montants n'ait déjà été pris en compte dans le calcul des fonds propres au titre du règlement n° 90-02 modifié susvisé ;
- b) les emprunts subordonnés de durée initiale supérieure ou égale à deux ans, qui répondent aux conditions suivantes :
  - ces emprunts doivent être intégralement versés et le contrat de prêt ne doit comporter aucune clause prévoyant que la dette pourra être remboursée avant l'échéance convenue, sauf accord du Secrétariat général de la Commission bancaire ;
  - ni le principal ni les intérêts de ces emprunts subordonnés ne peuvent être remboursés ou payés si ce remboursement ou paiement implique que les fonds propres de l'établissement cessent alors de respecter l'exigence globale définie à l'article 2.1. du présent règlement.

Les établissements assujettis doivent notifier au Secrétariat général de la Commission bancaire tous les remboursements sur les emprunts subordonnés dès que leurs fonds propres deviennent inférieurs à 120 % de l'exigence globale.

La partie des titres ou emprunts subordonnés qui n'est plus incluse dans les fonds propres complémentaires du fait de la réduction progressive prescrite à l'article 4d du règlement n° 90-02 modifié susvisé peut être incluse dans les éléments visés au présent paragraphe à condition que les exigences prévues à l'alinéa précédent soient respectées.

3.4. La somme des fonds propres au sens du règlement n° 90-02 modifié susvisé utilisés pour la couverture des exigences dues au titre du ratio de solvabilité, et des fonds propres définis aux trois premiers paragraphes du présent article constitue les fonds propres globaux de l'établissement.

#### Article 4

4.1. Les établissements assujettis peuvent calculer les exigences en fonds propres liées à leur portefeuille de négociation selon les modalités définies par le règlement n° 91-05 relatif au ratio de solvabilité, lorsqu'ils répondent aux conditions suivantes :

- leur portefeuille de négociation pris en compte pour sa valeur comptable n'a pas dépassé en moyenne au cours des deux derniers semestres 5 % du total du bilan et du hors bilan. Il ne doit à aucun moment être supérieur à 6 % de ce total ;
- par ailleurs, le total des positions du portefeuille de négociation n'a pas dépassé 15 millions d'écus en moyenne au cours des deux derniers semestres. Il ne doit à aucun moment être supérieur à 20 millions d'écus.

4.2. Si une de ces limites est dépassée, cette faculté disparaît et l'établissement est soumis aux dispositions du présent règlement.

4.3. La faculté prévue au 4.1. ci-dessus s'applique en cas de calcul consolidé. Lorsque le groupe auquel appartient un établissement assujetti ne remplit pas les conditions requises pour bénéficier de cette faculté, chaque établissement assujetti appartenant à ce groupe qui y satisfait sur une base individuelle et dont la gestion des services d'investissement n'est pas intégrée à celle de la maison-mère peut en bénéficier.

#### Article 5

5.1. Le portefeuille de négociation comprend :

- a) les titres de transaction définis à l'article 2 du règlement n° 90-01 susvisé ;
- b) les titres de placement définis à l'article 5 de ce même règlement. Toutefois, les établissements assujettis peuvent exclure les titres de placement de leur portefeuille de négociation si ce portefeuille incluant les titres de placement n'excède pas 10 % du total du bilan et du hors bilan en moyenne au cours des deux derniers semestres ;
- c) les instruments dérivés ayant pour objet :
  - i) soit de maintenir des positions ouvertes isolées afin, le cas échéant, de bénéficier de l'évolution des prix ;

ii) soit de permettre la gestion spécialisée de portefeuilles de transaction comprenant des instruments dérivés et des titres, ou encore des opérations financières équivalentes, sous réserve que les trois conditions suivantes soient réunies :

- l'établissement est en mesure de maintenir de manière durable une présence permanente sur le marché des instruments dérivés ;
- le portefeuille de transaction qui regroupe ces instruments fait l'objet d'un volume d'opérations significatif ;
- le portefeuille est géré constamment de manière globale, par exemple en sensibilité ;

iii) soit de couvrir, de manière identifiée dès l'origine, les risques de marché affectant des éléments inclus dans le portefeuille de négociation.

Les prises fermes et les titres prêtés ou donnés en pension sont également inclus dans le portefeuille de négociation pour l'ensemble des dispositions figurant dans les annexes I à VII. Les titres empruntés ou pris en pension ne sont toutefois inclus dans le portefeuille de négociation que pour la détermination du risque de règlement-contrepartie, dans les conditions prévues au paragraphe 3 de l'annexe IV.

5.2. Pour l'application du présent règlement, on entend par instruments dérivés :

- les contrats financiers à terme, y compris les instruments équivalents ne donnant lieu qu'à règlement en espèces ;
- les contrats à terme sur taux d'intérêt ;
- les contrats d'échange sur taux d'intérêt ou sur devises et les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'actions ;
- les options visant à acheter ou à vendre des titres ou des contrats énumérés ci-dessus, y compris les instruments équivalents ne donnant lieu qu'à règlement en espèces. Cette catégorie inclut en particulier les options sur devises et sur taux d'intérêt.

Les contrats d'échange internes à l'établissement, visés à l'article 7bis du règlement n° 90-15 modifié susvisé, sont inclus pour la branche de ces contrats qui participe à la gestion spécialisée d'un portefeuille de transaction ou à la couverture d'autres éléments du portefeuille de négociation.

#### *Article 6*

6.1. Pour l'application du présent règlement, les positions du portefeuille de négociation, telles que définies à l'annexe I sont évaluées quotidiennement au prix du marché. Lorsque ce prix n'est pas disponible ou, à titre exceptionnel et pour certains produits convertibles, lorsque le prix de marché ne reflète pas la valeur intrinsèque de la position, l'établissement assujetti doit utiliser une autre méthode d'évaluation suffisamment prudente, à condition de l'avoir communiquée préalablement au Secrétariat général de la Commission bancaire, qui peut s'y opposer.

6.2. Les positions sont prises en compte dès la date de négociation des opérations afférentes.

#### *Article 7*

7.1. Pour l'application du présent règlement, le risque de position concernant un titre de créance ou de propriété, ou un instrument dérivé sur un tel titre, est décomposé en deux éléments :

- le risque général, c'est-à-dire le risque d'une variation de prix provoquée par une fluctuation du niveau des taux d'intérêt, dans le cas de titres de créance ou d'instruments dérivés de tels titres, ou par un mouvement général du marché des actions, dans le cas de titres de propriété ou d'instruments dérivés sur de tels titres ;
- et le risque spécifique, c'est-à-dire le risque d'une variation de prix sous l'influence de facteurs liés à l'émetteur du titre ou de l'instrument sous-jacent. Les titres émis par l'établissement assujetti ne sont pas pris en compte, ni les titres émis par les établissements de crédit régionaux ou centraux affiliés à un même organe central au sens de l'article 21 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée.

7.2. Pour le calcul des exigences relatives au risque spécifique, les émetteurs sont classés en trois catégories :

- les administrations et banques centrales des États de la zone A, telles que définies à l'article 2 du règlement n° 91-05 modifié susvisé,
- les émetteurs éligibles,
- et les autres émetteurs.

7.3. Par émetteurs éligibles, on entend :

- a) les émetteurs visés à l'article 4.2.2. du règlement n° 91-05 modifié susvisé ;
- b) les entreprises d'investissement agréées dans un État membre de l'Union européenne ou un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen et les entreprises d'investissement reconnues de pays tiers ;
- c) les émetteurs qui répondent aux trois conditions suivantes :
  - un des titres de créance émis par cet émetteur est coté sur un marché réglementé ou un marché reconnu de pays tiers ;
  - l'établissement assujetti considère que les titres de cet émetteur qu'il détient sont suffisamment liquides. Le Secrétariat général de la Commission bancaire pourra s'y opposer ;
  - l'établissement assujetti considère que le risque de défaillance de l'émetteur n'est pas supérieur à celui des émetteurs visés à l'article 4.2.2. du règlement n° 91-05 modifié susvisé. Le Secrétariat général de la Commission bancaire pourra s'y opposer.

Si la première de ces trois conditions n'est pas remplie, l'émetteur peut cependant être considéré comme éligible si le niveau de risque mentionné dans la troisième condition a été évalué par au moins un organisme reconnu d'évaluation qui a fondé son analyse sur la rentabilité, la structure du bilan (au niveau consolidé s'il s'agit d'un groupe) et le tableau de financement de l'émetteur.

La ou les évaluations de l'émetteur ne doivent en ce cas pas laisser apparaître que sa solvabilité suscite une attention ou des réserves particulières ou que la détention de ses titres présente un caractère spéculatif.

La liste des organismes d'évaluation reconnus et les catégories de notation acceptées seront déterminées dans des conditions fixées par un règlement du Comité de la réglementation bancaire.

7.4. Pour l'application du présent règlement, on entend par marché réglementé, un marché d'instruments financiers inscrit sur la liste de ses marchés réglementés par l'État membre de l'Union européenne ou un autre État partie à l'Accord sur l'Espace économique européen où est situé le siège statutaire [ou à défaut l'administration centrale] de l'organisme qui assure les négociations.

On entend par marché reconnu de pays tiers, un marché d'instruments financiers figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'Économie et des Finances.

#### Article 8

8.1. Un établissement assujetti doit respecter l'exigence globale de fonds propres prescrite à l'article 2.1. du présent règlement sur la base de documents consolidés selon les règles fixées par le règlement n° 85-12 modifié susvisé lorsqu'il est dans l'une au moins des situations suivantes :

- a) il contrôle de manière exclusive ou conjointe un ou plusieurs établissements de crédit ou entreprises d'investissement agréés par l'autorité compétente d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- b) il exerce une influence notable sur un ou plusieurs établissements de crédit ou entreprises d'investissement agréés par l'autorité compétente d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;
- c) il contrôle de manière exclusive ou conjointe un ou plusieurs établissements financiers au sens de l'article 71.I. (4°) de la loi du 24 janvier 1984 susvisée.

Le Secrétariat général de la Commission bancaire peut demander que l'exigence globale en fonds propres soit satisfaite sur une base individuelle lorsqu'il n'existe pas à l'intérieur d'un groupe une répartition adéquate des fonds propres ni un cadre juridique qui soit de nature à garantir l'assistance financière réciproque.

8.2. Chacun des établissements assujettis inclus dans la consolidation doit respecter, le cas échéant sur une base sous-consolidée, les dispositions du présent règlement, à moins d'être contrôlé de manière exclusive au sens du règlement n° 85-12 modifié susvisé par un établissement de crédit, une entreprise d'investissement ou une compagnie financière lui-même assujetti au présent règlement. Toutefois, l'établissement contrôlé de manière exclusive doit en tout état de cause respecter sur une base individuelle les dispositions de l'article 10 du présent règlement.

8.3. Les positions du portefeuille de négociation prises par des établissements qui sont inclus dans la consolidation et agréés dans un État partie à l'Accord sur l'Espace économique européen peuvent être compensées entre elles dans la mesure où il existe à l'intérieur du groupe une répartition adéquate des fonds propres et un cadre juridique qui soit de nature à garantir l'assistance financière réciproque. Les positions en devises peuvent être compensées dans les mêmes conditions.

8.4. Les positions du portefeuille de négociation prises par des établissements agréés dans un État partie à l'Accord sur l'Espace économique européen peuvent également être compensées avec celles prises par des établissements inclus dans la consolidation et ayant leur siège social dans un État qui n'est pas partie à l'Espace économique européen si les trois conditions suivantes sont réunies :

- il s'agit d'établissements qui, dans ce dernier État, répondent à la définition des établissements assujettis ;
- ces établissements sont soumis à des règles au moins aussi contraignantes que les dispositions en vigueur en France ;
- il n'existe pas d'obstacles de droit ou de fait susceptibles d'affecter de manière significative le

transfert de fonds à l'intérieur du groupe auquel appartient l'établissement assujetti.

Les positions en devises peuvent être compensées dans les mêmes conditions.

#### *Article 9*

Les succursales d'établissements ayant leur siège social dans un État qui n'est pas partie à l'Accord sur l'Espace économique européen sont réputées en situation régulière si les trois conditions suivantes sont remplies :

- la réglementation du pays d'origine en la matière prend en compte les risques assumés hors de celui-ci et est jugée par la Commission bancaire au moins aussi contraignante que les dispositions en vigueur en France ;
- le siège s'engage à assurer lui-même la surveillance des opérations de sa succursale en France conformément aux règlements en vigueur dans son pays et sous le contrôle des autorités compétentes ;
- le siège confirme qu'il fera en sorte que sa succursale ait les fonds suffisants pour la couverture de ses engagements.

La Commission bancaire vérifie que les conditions ci-dessus sont réellement satisfaites et, sous réserve que les établissements français puissent bénéficier d'un traitement équivalent de la part des autorités compétentes de l'État susvisé, accorde dans ce cas aux succursales qui en font la demande le bénéfice du présent article.

#### *Article 10*

10.1. Les établissements assujettis doivent disposer pour le suivi de leurs opérations effectuées pour leur propre compte :

- d'un système permanent de mesure permettant d'enregistrer à tout le moins quotidiennement les opérations portant sur le portefeuille de négociation et de calculer leurs résultats, ainsi que de déterminer les positions globales et les positions par instrument selon la même périodicité ;
- d'un système permettant de mesurer à tout le moins quotidiennement, les risques résultant des positions du portefeuille de négociation conformément à l'article 7 du présent règlement, ainsi que les fonds propres de l'établissement ;

- d'un système de surveillance et de gestion des risques encourus, faisant notamment apparaître des limites internes, ainsi que les conditions dans lesquelles elles sont respectées. Ces limites sont fixées par l'une des personnes qui, conformément à l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée, assurent la détermination effective de l'orientation de leur activité ;
- d'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes nécessaires à l'accomplissement des dispositions précédentes ;
- et d'un système permettant de connaître l'importance relative des opérations de marché de différente nature par rapport à l'ensemble des opérations de marché de l'établissement assujetti.

10.2. Les établissements assujettis doivent disposer pour le suivi de leurs positions de change :

- d'un système permanent de mesure des positions de change,
- d'un système de surveillance et de gestion des risques encourus,
- et d'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes.

#### Article 11

11.1. Les établissements assujettis adressent périodiquement au Secrétariat général de la Commission bancaire des déclarations détaillant les modalités selon lesquelles ils respectent l'exigence globale de fonds propres prévue à l'article 2.1. du présent règlement.

Ces déclarations sont établies au 30 juin et au 31 décembre de chaque année.

Le Secrétariat général de la Commission bancaire peut, en outre, demander à un établissement assujetti, à toute date déterminée par lui, la remise de déclarations, sur une base individuelle, sous-consolidée ou consolidée, en fonction des impératifs de la surveillance prudentielle, afin notamment de contrôler la répartition adéquate des fonds propres à l'intérieur du groupe auquel appartient l'établissement ou lorsque la centralisation consolidée des positions ne présente pas des garanties suffisantes.

La Commission bancaire établit le modèle suivant lequel les déclarations doivent lui être remises.

11.2. Les établissements assujettis adressent chaque année au Secrétariat général de la Commission bancaire, au plus tard le 30 avril suivant la fin de l'exercice, un rapport retraçant les mesures prises en application de l'article 10 du présent règlement. Ce rapport décrit notamment le montant des limites fixées, les méthodes retenues pour déterminer ces limites et les mesures de contrôle interne prises afin d'en assurer en permanence le respect.

11.3. Les établissements assujettis doivent informer immédiatement le Secrétariat général de la Commission bancaire de tous les cas où leurs contreparties dans des opérations de prise ou mise en pension ou de prêts ou emprunts de titres ne s'acquittent pas de leurs obligations.

11.4. Lorsqu'un établissement assujetti est amené à rendre public le rapport entre ses fonds propres globaux tels que définis à l'article 3.4. et l'exigence globale de fonds propres visée à l'article 2.1., il doit produire un ratio global qui doit être exprimé par rapport à 100.

#### Article 12

La Commission bancaire peut autoriser un établissement assujetti à déroger temporairement aux dispositions du présent règlement en lui impartissant un délai pour régulariser sa situation.

La Commission bancaire peut s'opposer à ce qu'un établissement assujetti applique une disposition du présent règlement dont le bénéficiaire est soumis à des conditions particulières si elle estime que ces conditions ne sont pas remplies de façon satisfaisante.

#### Article 13

La première phrase de l'article 4.1. du règlement n° 91-05 susvisé est modifiée comme suit :

« Le dénominateur du ratio comprend l'ensemble des éléments d'actif et de hors bilan, hors portefeuille de négociation pour les établissements soumis à l'exigence globale de fonds propres telle que définie à l'article 2.1. du règlement n° 95-02, affectés d'un taux de pondération en fonction de leur niveau de risque de crédit. »

**Article 14**

Le présent règlement entre en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1996.

Les établissements qui sont assujettis à la couverture du risque de change par des fonds propres, conformément au point 1 de l'annexe V, sont dispensés de l'application du règlement n° 89-02 modifié susvisé.

**ANNEXE I****DÉTERMINATION DE LA POSITION NETTE****Principes**

**1.** La position nette représente le solde acheteur (ou position nette longue) ou le solde vendeur (ou position nette courte) des opérations enregistrées par l'établissement sur chacun des titres ou instruments visés à l'article 5 du présent règlement, appartenant au portefeuille de négociation.

Pour le calcul des positions nettes, peuvent être entièrement compensées les positions à l'achat et à la vente :

- sur les titres de propriété d'un même émetteur,
- sur des titres de créance d'un même émetteur, de même échéance et directement assimilables en vertu du contrat d'émission,
- sur des titres de propriété ou de créance identiques mais négociés sur des marchés réglementés ou reconnus différents au sens de l'article 7.4. du présent règlement.

**Monnaie de déclaration**

**2.** Les positions nettes sont converties, chaque jour, dans la monnaie utilisée pour établir les documents déclaratifs, sur la base du taux de change au comptant.

**Organismes de placement collectif de valeurs mobilières (OPCVM)****3.**

**3.1.** Les parts d'organismes de placement collectif sont traitées, au choix de l'établissement, de l'une des manières suivantes :

a) en application du principe de transparence, l'établissement décompose l'actif de l'organisme de placement collectif en autant de positions individuelles que d'instruments détenus en portefeuille, puis additionne chacune d'entre elles aux positions nettes calculées sur l'instrument correspondant ;

b) les positions en parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont globalement assimilées aux positions sur titres de propriété ou sur titres de créances conformément à leur classification telle que définie par la Commission des opérations de bourse pour les besoins de l'information des investisseurs.

Pour ce qui concerne le risque général, les positions nettes correspondant à des OPCVM de taux peuvent être imputées dans leur totalité à l'échéance correspondant à la sensibilité actuarielle du portefeuille.

Pour ce qui concerne le risque spécifique :

- s'agissant d'OPCVM de taux, l'établissement applique une exigence de 4 % ; toutefois, lorsque l'OPCVM détient plus de 90 % de son portefeuille en titres souverains, la position bénéficie d'une pondération nulle ;
- s'agissant d'OPCVM d'actions, l'établissement applique une exigence de 2 % à la position globale.

Les positions ainsi traitées peuvent donner lieu à compensation avec les positions symétriques de l'établissement assujetti dans des instruments justifiant des mêmes exigences.

**3.2.** Les positions en parts d'OPCVM correspondant à d'autres catégories que des OPCVM actions ou obligations et autres titres de créance visés au point 3.1. ci-dessus sont soumises au règlement n° 91-05 modifié susvisé. Il en va de même des parts d'autres organismes de placement collectif lorsque la méthode décrite au point 3.1. ne peut pas être appliquée.

**Cas particuliers****4.**

**4.1.** Le calcul d'une position nette entre un titre convertible et une position de signe opposé dans l'instrument sous-jacent n'est pas autorisé, sauf dans le cas où la conversion du titre peut être exercée sans restriction et sans risque en capital compte tenu des conditions de marché. L'établissement doit être en mesure de justifier les compensations qu'il effectue à ce titre.

**4.2.** Les positions en bons de souscription d'actions sont traitées comme des options d'achat sur actions. Toutefois, lorsque le bon est à tout moment exerçable dans le cadre de la période de souscription, le risque à considérer peut être limité à la différence entre le cours de l'action sous-jacente et le prix de souscription compte tenu de la parité et, le cas échéant, de la valeur du coupon. En cas d'achat, le risque est en tout état de cause limité à la valeur comptable du bon.

**Prêts de titres et pensions**

**5.** Les prêts de titres et mises en pension sont inclus parmi les positions sur titres de propriété ou sur titres de créance selon la nature du titre concerné. En revanche, les emprunts de titres et les titres reçus en pension ne sont pas inclus dans lesdites positions.

**Traitement des positions sur produits dérivés****6. Intégration dans les positions**

Pour le calcul des positions nettes, les positions sur instruments dérivés peuvent être converties en positions équivalentes sur le titre sous-jacent ou en positions de change équivalentes à condition de respecter l'une des méthodes définies ci-dessous.

**6.1.** Les contrats financiers à terme sur taux d'intérêt, les contrats à terme de taux d'intérêt et les engagements à terme d'achat et de vente de titres de créance sont traités comme des combinaisons de positions à l'achat et à la vente :

- une position à l'achat dans des contrats financiers à terme sur taux d'intérêt est considérée comme la combinaison d'un emprunt venant à échéance à la date de livraison du contrat financier à terme et d'un actif dont l'échéance est la même que celle de l'instrument ou de la position notionnelle sous-jacent au contrat financier à terme en question,

- un contrat à terme de taux d'intérêt vendu est traité comme une position à la vente dont l'échéance est la même que la date de règlement plus la période de contrat et une position à l'achat dont l'échéance est la même que la date de règlement,

- un engagement d'achat à terme d'un titre de créance est traité comme la combinaison d'un emprunt venant à échéance à la date de livraison et d'une position à l'achat au comptant dans le titre de créance lui-même.

**6.2.** Pour le calcul du risque de taux d'intérêt au sens de l'annexe II, les échanges financiers sont appréhendés sur la même base que les instruments figurant au bilan. Un échange de taux d'intérêt dans lequel un établissement reçoit un taux variable et paie un taux fixe est traité comme la combinaison d'une position longue dans un instrument à taux variable d'une échéance équivalant à la période qui s'écoule jusqu'à la refixation du taux d'intérêt et d'une position courte dans un instrument à taux fixe ayant la même échéance que l'échange lui-même.

**6.3.** Les options ou warrants sur taux d'intérêt, titres de créance, titres de propriété, indices boursiers, contrats financiers, échanges financiers et devises sont traités comme s'il s'agissait de positions de valeur égale au montant de l'instrument sous-jacent de l'option, multiplié par le delta. Les positions ainsi obtenues peuvent être compensées avec des positions de signe opposé dans des titres ou instruments dérivés sous-jacents identiques dans les conditions précisées aux annexes II et III. Le delta utilisé est celui du marché concerné ou, lorsque celui-ci n'est pas disponible ou pour les options négociables hors bourse, le delta calculé par l'établissement lui-même, sous réserve que l'algorithme utilisé par l'établissement soit un algorithme standard de type « Cox, Ross, Rubinstein » ou « Black and Scholes » ou un autre type d'algorithme assimilable et équivalent qui intègre des hypothèses suffisamment prudentes ; dans ce dernier cas, cet algorithme est communiqué préalablement au Secrétariat général de la Commission bancaire, qui peut s'y opposer.

**6.4.** Les contrats financiers à terme sur indices boursiers et les équivalents delta d'options portant sur des contrats financiers à terme sur indices boursiers peuvent être décomposés en autant de

positions individuelles que de titres constituant l'indice. Ces positions peuvent ensuite être compensées avec les positions recensées sur le sous-jacent dans les conditions précisées aux annexes II et III du présent règlement.

## **7. Utilisation d'algorithmes**

### **7.1. Algorithmes de sensibilité**

Les établissements qui gèrent le risque de taux d'intérêt des instruments dérivés visés au paragraphe 6 de la présente annexe sur la base des flux financiers actualisés peuvent utiliser des algorithmes pour calculer les positions correspondantes et sont tenus de les utiliser pour toute obligation qui est amortie sur sa durée résiduelle et dont le principal n'est pas remboursé en une seule fois. L'algorithme utilisé par l'établissement doit être communiqué préalablement au Secrétariat général de la Commission bancaire qui peut s'y opposer. Ces algorithmes doivent produire des positions ayant une sensibilité comparable aux variations des taux d'intérêt et des flux financiers sous-jacents. Cette sensibilité doit être évaluée par rapport aux fluctuations indépendantes d'un échantillon de taux sur la courbe de rendement et comporter un point de sensibilité au moins pour chacune des fourchettes d'échéances visées au tableau de l'annexe II.

### **7.2. Algorithmes d'estimation du risque par méthode de scénarios**

Les établissements peuvent recourir à des algorithmes dits par méthode de scénarios pour calculer directement le risque général sur titres de créances, le risque général et le risque spécifique sur titres de propriété ainsi que le risque de change résultant de leurs positions optionnelles. Ces algorithmes peuvent porter sur les sous-jacents suivants : titres de créances, taux d'intérêt, titres de propriété, indices boursiers, contrats financiers, échanges financiers et cours de change, ainsi que sur leur couverture associée. L'algorithme utilisé par l'établissement doit être communiqué préalablement au Secrétariat général de la Commission bancaire qui peut s'y opposer.

Ces algorithmes doivent reposer sur les principes suivants :

- différentes matrices doivent être construites pour chaque instrument, à savoir une matrice séparée pour chaque marché pour le risque sur titres de propriété et indices boursiers, une matrice par couple de devises pour le risque de change et une matrice par devise pour le risque de taux. Les lignes de ces matrices représentent les variations de la valeur du sous-jacent et les colonnes les variations de sa volatilité ;
- les paramètres de décalage du sous-jacent et de sa volatilité sont fixés par la Commission bancaire. Ils reflètent, pour le risque sur titres de propriété et indices boursiers, à la fois le risque général et le risque spécifique, et, pour le risque de taux, les hypothèses de variation des taux d'intérêt indiqués au tableau de l'annexe II. Pour le risque de change, les paramètres maximaux de variation du sous-jacent sont de  $\pm 1,6\%$  dans le cas des couples de devises participant au mécanisme de change du Système monétaire européen visées au point 3.1. de l'annexe V, de  $\pm 4\%$  dans le cas des couples de devises présentant une corrélation étroite au sens du point 3.3. de l'annexe V, et de  $\pm 8\%$  dans le cas des autres couples de devises ;
- à chaque case de la matrice, le portefeuille est réévalué en réponse aux mouvements du sous-jacent et de sa volatilité. Chaque case contient le gain ou la perte nette des options et le cas échéant de leur couverture associées ;
- pour le risque de taux et le risque sur titres de propriété et indices boursiers, la case contenant la perte la plus grande fournit l'exigence en fonds propres du portefeuille pour le sous-jacent associé à la matrice ;
- pour le risque de change, les cases des matrices portant sur les différents couples de devises sont cumulées selon toutes les combinaisons possibles d'évolution des cours de change, en respectant les variations maximales fixées ci-dessus. La perte la plus grande parmi toutes ces combinaisons fournit l'exigence en fonds propres.

### **Utilisation de la mesure du risque déterminée par la chambre de compensation**

8. L'établissement peut retenir comme exigence en fonds propres relative à un contrat financier à terme ou à une option négociée sur un marché réglementé ou reconnu la mesure du risque déterminée par la chambre de compensation et de garantie du marché considéré dans le cadre de ses appels de couverture.

Cette mesure est égale à la valeur absolue de la différence algébrique entre :

- la valorisation la plus défavorable de l'ensemble des positions d'un même groupe homogène, compte tenu des variations possibles du produit sous-jacent,
- et la valeur de compensation du jour de l'ensemble de ces positions.

En cas de jumelage de positions sur instruments différents enregistré au moment de la négociation auprès d'une ou plusieurs chambres de compensation, il est également admis que l'établissement retienne comme exigence en fonds propres la seule mesure du risque intégré dès lors que les paramètres retenus répondent aux critères de prudence explicités au paragraphe 7 de la présente annexe.

### **Engagements de prise ferme**

9. Les positions liées à des engagements de prise ferme ne sont prises en compte qu'à partir du premier jour ouvrable, c'est-à-dire le lendemain du jour où l'établissement s'engage irrévocablement à accepter une quantité connue de titres, à un prix convenu.

Deux types de réduction sont ensuite appliqués pour déterminer le montant des positions qui seront intégrées aux positions correspondantes sur titres de propriété ou de créance :

- les positions souscrites ou reprises par des tiers sur la base d'un accord formel sont déduites des positions irrévocables prises par les établissements,
- les positions nettes ainsi déterminées ne sont retenues qu'à concurrence de leur montant multiplié par le coefficient suivant :

. jour ouvrable zéro	0 %
. premier jour ouvrable	10 %
. deuxième et troisième jours ouvrables	25 %
. quatrième jour ouvrable	50 %
. cinquième jour ouvrable	75 %
. au-delà du cinquième jour ouvrable	100 %

Entre le moment de l'engagement initial et le premier jour ouvrable, l'établissement doit veiller à ne prendre des risques que dans une mesure compatible avec son niveau de fonds propres.

## ANNEXE II

### RISQUE DE TAUX

#### **Principes**

1. L'établissement classe ses positions nettes, déclarées en valeur de marché, selon les devises dans lesquelles elles sont libellées et calcule séparément dans chaque devise l'exigence de fonds propres pour le risque général et le risque spécifique.

#### **Risque spécifique**

2. L'établissement affecte ses positions nettes, calculées conformément aux dispositions du paragraphe 1 de la présente annexe, des pondérations suivantes en fonction de la nature de l'émetteur des titres détenus ou des sous-jacents et de leur durée résiduelle :

- Titres d'administrations et banques centrales de la zone A .....0 %
- Titres d'émetteurs éligibles d'une durée de :
  - . 0 à 6 mois.....0,25 %
  - . 6 mois à 24 mois .....1,00 %
  - . plus de 24 mois.....1,60 %
  - . Titres d'autres émetteurs .....8,00 %

Les émetteurs éligibles sont définis à l'article 7.3. du présent règlement.

3. L'exigence de fonds propres est égale à la somme des positions ainsi pondérées.

#### **Risque général**

4. Les positions sont déclarées en valeur de marché et classées selon l'une des deux méthodes définies aux paragraphes 5 et 6 de la présente annexe.

### 5. Méthode de l'échéancier

Cette méthode de calcul comporte trois étapes principales :

- pondération des positions nettes déterminées préalablement instrument par instrument et par échéance ; cette pondération vise à refléter leur sensibilité aux variations générales de taux d'intérêt ;
- compensation des positions nettes pondérées, successivement :

- à l'intérieur de la même fourchette d'échéance ;
- entre fourchettes différentes, à l'intérieur de chaque zone ;
- et entre zones différentes.

– et détermination de l'exigence de fonds propres.

#### a) Première étape : détermination des positions nettes pondérées

L'établissement assujéti impute ses positions nettes aux fourchettes d'échéances appropriées du tableau suivant :

Zone	Fourchette d'échéances		Pondération (en pourcentage)	Variation présumée du taux d'intérêt (en pourcentage)
	Coupon de 3 % ou plus	Coupon de moins de 3 %		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Un	0 ≤ 1 mois	0 ≤ 1 mois	0,00	–
	>1 ≤ 3 mois	>1 ≤ 3 mois	0,20	1,00
	>3 ≤ 6 mois	>3 ≤ 6 mois	0,40	1,00
	>6 ≤ 12 mois	>6 ≤ 12 mois	0,70	1,00
Deux	>1 ≤ 2 ans	>1 ≤ 1,9 an	1,25	0,90
	>2 ≤ 3 ans	>1,9 ≤ 2,8 ans	1,75	0,80
	>3 ≤ 4 ans	>2,8 ≤ 3,6 ans	2,25	0,75
Trois	>4 ≤ 5 ans	>3,6 ≤ 4,3 ans	2,75	0,75
	>5 ≤ 7 ans	>4,3 ≤ 5,7 ans	3,25	0,70
	>7 ≤ 10 ans	>5,7 ≤ 7,3 ans	3,75	0,65
	>10 ≤ 15 ans	>7,3 ≤ 9,3 ans	4,50	0,60
	>15 ≤ 20 ans	>9,3 ≤ 10,6 ans	5,25	0,60
	> 20 ans	>10,6 ≤ 12 ans	6,00	0,60
		>12 ≤ 20 ans	8,00	0,60
	> 20 ans	12,50	0,60	

Le classement des instruments dans les fourchettes d'échéances se fait en fonction de la durée résiduelle pour les titres à taux fixe et de la période restant à courir jusqu'à la refixation du taux pour les autres instruments. Il est également opéré une distinction entre les instruments assortis d'un coupon de 3 % ou plus et ceux assortis d'un coupon de moins de 3 % (cf. tableau ci-dessus).

Chaque position est ensuite multipliée par la pondération indiquée dans la colonne (4) du tableau pour la fourchette d'échéance concernée.

#### b) Deuxième étape : prise en compte des effets de compensation

– à l'intérieur d'une même fourchette d'échéance :

les positions courtes pondérées sont compensées avec les positions longues pondérées pour déterminer la position pondérée compensée. Le solde court ou long constitue la position pondérée non compensée de cette fourchette.

– par zones :

l'établissement calcule le total des positions longues pondérées non compensées dans les fourchettes de chacune des zones du tableau pour

obtenir la position longue pondérée non compensée de chaque zone. De même, les positions courtes pondérées non compensées des fourchettes de chaque zone sont additionnées pour le calcul de la position courte pondérée non compensée de cette zone.

La partie de la position longue pondérée non compensée d'une zone donnée qui est compensée par la position courte pondérée non compensée de la même zone constitue la position pondérée compensée de cette zone.

La partie de la position longue ou courte pondérée non compensée d'une zone qui ne peut pas être ainsi compensée constitue la position pondérée non compensée de cette zone.

– *entre zones* :

– L'établissement calcule le montant de la position longue (ou courte) pondérée non compensée de la zone 1 qui est compensée par la position courte (ou, respectivement, longue) pondérée non compensée de la zone 2. Il détermine ainsi la position pondérée compensée entre les zones 1 et 2.

Le même calcul est ensuite effectué pour la partie de la position pondérée non compensée résiduelle de la zone 2 et la position pondérée non compensée de la zone 3, afin de calculer la position pondérée compensée entre les zones 2 et 3.

– L'ordre de compensation inter-zones peut être inversé : la position pondérée compensée entre les zones 2 et 3 est alors calculée avant la position pondérée compensée entre la position pondérée non compensée résiduelle de la zone 2 et la position pondérée non compensée de la zone 1.

– La position pondérée non compensée résiduelle de la zone 1 est alors compensée avec la position non compensée résiduelle de la zone 3, afin de calculer la position pondérée compensée entre les zones 1 et 3.

– De ces opérations de compensation inter-zones résultent les positions pondérées non compensées résiduelles ultimes (positions finales).

### c) **Troisième étape : détermination de l'exigence de fonds propres**

L'exigence de fonds propres de la société est égale à la somme des éléments suivants :

- 10 % de la somme des positions pondérées compensées de toutes les fourchettes d'échéances ;
- 40 % de la position pondérée compensée de la zone 1 ;
- 30 % de la position pondérée compensée de la zone 2 ;
- 30 % de la position pondérée compensée de la zone 3 ;
- 40 % de la position pondérée compensée entre les zones 1 et 2, et entre les zones 2 et 3 ;
- 150 % de la position pondérée compensée entre les zones 1 et 3 ;
- 100 % des positions finales.

### **6. Méthode de la durée**

L'établissement qui souhaite utiliser cette méthode doit faire part préalablement de son intention au Secrétariat général de la Commission bancaire qui peut s'y opposer. Seuls peuvent y recourir les établissements qui ont les moyens de l'utiliser de manière continue.

Cette méthode consiste à calculer la durée modifiée de chaque titre de créance, puis à répartir les positions par zone de durée, et enfin à compenser les positions à l'intérieur des zones, et entre zones différentes. L'exigence en fonds propres est alors déterminée.

#### **a) Calcul de la durée modifiée**

L'établissement prend la valeur de marché de chaque titre de créance à taux fixe et calcule son rendement à l'échéance, qui est le taux d'actualisation implicite de ce titre. Dans le cas d'instruments à taux variable, l'établissement prend la valeur de marché de chaque instrument et calcule ensuite son rendement en supposant que le principal est dû lors de la prochaine refixation du taux d'intérêt.

L'établissement calcule alors la durée modifiée de chaque titre de créance au moyen de la formule suivante :

$$\text{duration modifiée} = \frac{\text{duration (D)}}{(1 + r)}$$

dans laquelle on a :

$$D = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{t C_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^m \frac{C_t}{(1+r)^t}}$$

$r$  = rendement à l'échéance

$C_t$  = paiement en numéraire au mon

$m$  = échéance totale

### b) Calcul des positions pondérées

Chaque titre de créance est classé, en fonction de sa duration modifiée, dans le tableau suivant :

Zone	Duration modifiée (en années)	Intérêt présumé (changement en pourcentage)	Echéance (en années)
(1)	(2)	(3)	(4)
Un	0 ≤ 1,0	1,0	0 ≤ 1,0
Deux	> 1,0 ≤ 3,6	0,85	> 1 ≤ 4
Trois	> 3,6	0,7	> 4

La position pondérée est déterminée en multipliant la valeur de marché de chaque instrument par sa duration modifiée et par la variation présumée du taux d'intérêt.

Par exception, peuvent être utilisés les flux nets par échéance. Dans ce cas, la colonne 4 du tableau ci-dessus est substituée à la colonne 2. L'établissement inclut alors dans le tableau une sensibilité nette par zone dans les conditions précisées au point 7.1. de l'annexe I.

### c) Prise en compte de la compensation des positions

La logique décrite pour la méthode de l'échéancier est appliquée au tableau du point 6 b) afin d'obtenir les différentes positions compensées et non compensées.

### d) Détermination de l'exigence de fonds propres

L'exigence de fonds propres est égale à la somme des éléments suivants :

- 2 % de la position compensée pondérée sur la base de la duration de chaque zone ;
- 40 % des positions compensées pondérées sur la base de la duration entre les zones 1 et 2 et entre les zones 2 et 3 ;
- 150 % de la position compensée pondérée sur la base de la duration entre les zones 1 et 3 ;
- 100 % des positions pondérées résiduelles non compensées sur la base de la duration.

### **Traitement des risques sur instruments dérivés**

7. Les établissements assujettis déclarent leurs positions relatives aux instruments dérivés fermes inclus dans le portefeuille de négociation de la manière suivante :

7.1. Les contrats financiers à terme sur taux d'intérêt, les contrats à terme de taux d'intérêt et les engagements à terme d'achat et de vente de titres de créance sont traités comme des combinaisons de positions longues et courtes conformément au paragraphe 6 de l'annexe I.

7.2. Les établissements peuvent traiter comme entièrement compensée toute position en instruments dérivés qui satisfait au moins aux conditions suivantes :

- les positions ont la même valeur et sont libellées dans la même devise ;
- les taux de référence pour les positions à taux variable ou révisables sont identiques et l'écart entre les coupons pour les positions à taux fixe est au plus égal à 20 points de base ;
- la date de la refixation du taux d'intérêt ou, pour les positions à coupon fixe, l'échéance résiduelle respecte les limites suivantes :
  - . moins d'un mois : même jour,
  - . entre un mois et un an : dans les sept jours,
  - . plus d'un an : dans les trente jours.

8. Les établissements assujettis peuvent recourir à l'une des quatre méthodes suivantes pour déclarer leurs positions de type optionnel et à la méthode décrite au d) ci-dessous dans le cas des contrats financiers à terme et des options négociés sur un marché réglementé et reconnu.

#### **a) Première méthode, dite du delta simple <sup>1</sup>**

Les options converties en équivalent-delta selon la méthode décrite au point 6.3. de l'annexe I peuvent être compensées à l'intérieur de chaque

fourchette d'échéance avec des positions sur le sous-jacent.

Toutefois, afin de tenir compte des risques résiduels liés aux positions optionnelles, une exigence en fonds propres est calculée, à l'intérieur de chaque fourchette d'échéance, à hauteur de :

- 20 % de la position équivalent-delta compensée, si les options concernées ont été négociées sur un marché réglementé ou reconnu ;
- 30 % de la position équivalent-delta compensée, si les options concernées ont été négociées sur un marché ni réglementé ni reconnu.

#### **b) Deuxième méthode, dite du delta plus**

Les options sont converties en équivalent-delta selon la méthode décrite au point 6.3. de l'annexe I et peuvent être compensées avec des positions sur le sous-jacent.

Afin de tenir compte des risques additionnels liés aux positions optionnelles, les établissements utilisant cette méthode calculent une charge en fonds propres mesurant le risque de variation des facteurs gamma et vega. Ces facteurs sont calculés pour chaque position. Les résultats sont entrés dans un échéancier séparé reprenant les fourchettes d'échéance décrites au point 5 a) de la présente annexe. La charge en fonds propres est calculée selon la méthode suivante :

- à l'intérieur de chaque fourchette d'échéance, les gammas positifs sont compensés avec les gammas négatifs. Les gammas négatifs nets par fourchette d'échéance sont ensuite multipliés par les pondérations figurant dans le tableau ci-dessous et par le carré de la valeur de marché du sous-jacent. Les gammas positifs nets par fourchette d'échéance ne sont pas pris en compte <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Par gammas positifs on entend les gammas sur positions longues et, par gammas négatifs, les gammas sur positions courtes.

Fourchette d'échéances	Duration modifiée (fourchette d'échéance moyenne)	Variation présumée du taux d'intérêt	Pondération du risque pour le gamma
≤ 1 mois.....	0,00	1,00	0,00000
> 1 ≤ 3 mois.....	0,20	1,00	0,00020
> 3 ≤ 6 mois.....	0,40	1,00	0,00080
> 6 ≤ 12 mois.....	0,70	1,00	0,00245
> 1 ≤ 2 ans.....	1,40	0,90	0,00794
> 2 ≤ 3 ans.....	2,20	0,80	0,01549
> 3 ≤ 4 ans.....	3,00	0,75	0,02531
> 4 ≤ 5 ans.....	3,65	0,75	0,03747
> 5 ≤ 7 ans.....	4,65	0,70	0,05298
> 7 ≤ 10 ans.....	5,80	0,65	0,07106
> 10 ≤ 15 ans.....	7,50	0,60	0,10125
> 15 ans ≤ 20 ans.....	8,75	0,60	0,13781
> à 20 ans.....	10,00	0,60	0,18000

Une compensation entre les gammas positifs nets et les gammas négatifs nets par fourchette d'échéance peut être effectuée par les établissements utilisant un modèle intégrant des hypothèses suffisamment prudentes au sens du point 6.3. de l'annexe I, sous réserve de l'accord du Secrétariat général de la Commission bancaire.

La charge en fonds propres est égale à la somme des gammas nets, compensés le cas échéant dans les conditions de l'alinéa précédent.

– les établissements calculent la charge en fonds propres sur le risque vega dans chaque fourchette d'échéance en supposant une variation uniforme de la volatilité implicite jusqu'à hauteur de + 25 % ou – 25 %.

Toutefois, les établissements utilisant un modèle intégrant des hypothèses suffisamment prudentes au sens du point 6.3. de l'annexe I peuvent, sous réserve de l'accord du Secrétariat général de la Commission bancaire, utiliser pour le calcul du risque vega une échelle de volatilité dans laquelle la variation implicite de volatilité dépend de la maturité de l'option.

La charge en fonds propres est égale à la somme des risques vega compensés par fourchettes d'échéance et entre fourchettes d'échéance.

– au total la charge en fonds propres sur les risques additionnels susvisés est égale à la somme des charges en fonds propres relatives aux gammas et aux vegas, calculées dans les conditions ci-dessus.

### c) Troisième méthode : algorithmes

Les établissements peuvent choisir de dissocier les options et leurs couvertures associées du reste du portefeuille de négociation et recourir à un algorithme visé au point 7.2. de l'annexe I pour déterminer l'exigence de fonds propres.

### d) Quatrième méthode : utilisation de la mesure du risque de chambres de compensation

L'établissement peut retenir, comme exigence en fonds propres la mesure du risque déterminé par la chambre de compensation et de garantie, dans les conditions précisées au paragraphe 8 de l'annexe I.

#### Cas particuliers

**9.** La mesure du risque de taux d'intérêt se limite pour les échanges financiers à celle du risque général, à l'exclusion de tout risque spécifique.

**10.** Les instruments dérivés négociés en dehors d'un marché réglementé ou reconnu qui prévoit le versement de marges journalières sont soumis à une exigence de fonds propres relative au risque de contrepartie défini à l'annexe IV.

**11.** S'agissant des arbitrages comptant-terme sur instruments de taux, les établissements doivent satisfaire une exigence de fonds propres s'élevant à 0,3 % du montant des positions compensées. Dans ce cas, les positions correspondantes ne sont pas incorporées parmi les autres positions sur instrument de taux.

## ANNEXE III

RISQUES LIÉS À LA VARIATION DE PRIX DES  
TITRES DE PROPRIÉTÉ**Principes**

1. L'exigence de fonds propres relative au risque de position sur les titres de propriété est la somme d'une exigence calculée au titre du risque général qui correspond à la variation de prix du titre de propriété liée à l'évolution générale de marché, et d'une exigence calculée au titre du risque spécifique, imputable aux facteurs propres à la valeur ou à l'émetteur concerné.

2. Pour calculer l'assiette du risque, l'établissement cumule l'ensemble des positions nettes acheteur déterminées sur chaque titre de propriété, ainsi que toutes les positions nettes vendeur. Le total de ces deux sommes représente la position brute globale en titres de propriété de l'établissement. La différence entre ces deux sommes représente la position nette globale.

**Exigence de fonds propres**

3. L'exigence de fonds propres afférente au risque général est déterminée en appliquant un coefficient de 8 % à la position nette globale.

4. L'exigence de fonds propres afférente au risque spécifique se détermine en appliquant un coefficient de 4 % à la position brute globale. Toutefois, les établissements sont autorisés à retenir un coefficient réduit de 2 % lorsque les conditions suivantes sont réunies de façon cumulative :

- l'émetteur du titre de propriété considéré appartient à la catégorie des émetteurs éligibles au sens de l'article 7.3. du présent règlement, ou à celle des administrations centrales des États de la zone A tels que définis à l'article 2 du règlement n° 91-05 modifié susvisé,
- aucune position individuelle ne représente plus de 5 % de la valeur du portefeuille global constitué en titres de propriété de l'établissement, cette limite pouvant atteindre 10 % si le total des positions concernées ne dépasse pas 50 % du portefeuille global constitué en titres de propriété,

- le titre de propriété est considéré comme très liquide par les autorités compétentes du marché directeur de cette valeur ; si cette information n'est pas disponible, le Conseil des bourses de valeurs estime la liquidité des titres de propriété concernés. La liste des valeurs concernées est communiquée par le Secrétariat général de la Commission bancaire.

**Cas particuliers d'intégration dans les positions**

5. Pour le calcul du risque général et du risque spécifique sont, en particulier, intégrées aux positions visées à la présente annexe :

- les positions en parts d'organismes de placement collectif, au sens du paragraphe 3 de l'annexe I,
- les positions correspondant à des prêts ou mises en pension de titres de propriété visés au paragraphe 5 de l'annexe I,
- les positions sur instruments dérivés de titres de propriété converties selon l'une des méthodes décrites au paragraphe 6 de l'annexe I,
- les positions liées à des engagements de prise ferme sur titres de propriété après application des traitements décrits au paragraphe 8 de l'annexe I.

Il est toutefois précisé qu'aucune exigence de fonds propres au titre du risque spécifique n'est appliquée aux contrats financiers à terme sur indices boursiers qui sont négociés sur un marché réglementé ou reconnu et qui représentent des indices largement diversifiés. La liste des indices considérés comme tels par les autorités est communiquée aux établissements par le Secrétariat général de la Commission bancaire.

**Traitement des options par les méthodes du delta**

6. Les options sont converties en équivalent-delta selon la méthode décrite au point 6.3. de l'annexe I et peuvent être compensées avec des positions sur le sous-jacent. Les établissements assujettis peuvent recourir aux deux méthodes suivantes pour tenir compte du risque résiduel lié à l'utilisation de la méthode du delta.

**a) Première méthode, dite du delta simple**

Une exigence en fonds propres est calculée à hauteur de :

- 20 % de la position équivalent-delta compensée, si les options concernées ont été négociées sur un marché réglementé ou reconnu ;
- 40 % de la position équivalent-delta compensée, si les options concernées ont été négociées sur un marché ni réglementé ni reconnu.

#### b) Deuxième méthode, dite du delta plus

Une exigence en fonds propres est calculée pour mesurer le risque de variation des facteurs gamma et vega sur chaque sous-jacent de la manière suivante :

- les gammas négatifs nets par sous-jacent sont multipliés par :
  - . 0,72 % dans le cas des titres de propriété,
  - . 0,50 % dans le cas des titres de propriété d'émetteurs éligibles,
  - . 0,32 % dans le cas d'indices boursiers,

et par le carré de la valeur de marché du sous-jacent. L'exigence en fonds propres est égale à la somme des gammas négatifs nets.

- pour le risque vega, les établissements calculent l'exigence en fonds propres pour chaque sous-jacent en supposant une variation uniforme de la volatilité implicite de + ou – 25 %.

Les établissements utilisant un modèle intégrant des hypothèses suffisamment prudentes, au sens du point 6.3. de l'annexe I peuvent, sous réserve de l'accord du Secrétariat général de la Commission bancaire, utiliser pour le calcul du risque vega une échelle de volatilité dans laquelle la variation implicite de volatilité dépend de la maturité de l'option. L'exigence en fonds propres est égale à la somme des risques vegas compensés.

- au total l'exigence en fonds propres sur les risques résiduels susvisés est égale à la somme des charges en fonds propres relatives aux gammas et aux vegas et calculées dans les conditions ci-dessus.

#### *Utilisation d'algorithmes*

7. Les établissements peuvent choisir de dissocier les options et leurs couvertures associées du reste du portefeuille de négociation et recourir à un algorithme visé au point 7.2. de l'annexe I pour déterminer les exigences en fonds propres.

#### *Utilisation de la mesure du risque de chambres de compensation*

8. L'établissement peut retenir, comme exigence en fonds propres, la mesure du risque déterminé par la chambre de compensation et de garantie, dans les conditions précisées au paragraphe 8 de l'annexe I.

9. Afin de couvrir le risque résiduel résultant d'arbitrages comptant-terme sur indices, l'établissement doit satisfaire à une exigence de fonds propres s'élevant à :

- la valeur de l'une des deux branches de l'arbitrage multipliée par un coefficient de pondération fonction de la durée résiduelle de l'opération si l'indice est suffisamment diversifié et négocié sur un marché réglementé et reconnu. Il faut entendre cette dernière condition comme impliquant que toutes les positions concernées, hors titres en conservation, ont été effectivement prises sur un tel marché. Les coefficients de pondération sont les suivants :

Durée résiduelle	Pondération en pourcentage
≤ 3 mois.....	0,20
> 3 ≤ 6 mois .....	0,40
> 6 ≤ 12 mois .....	0,70
> 1 ≤ 2 ans .....	1,25
> 2 ≤ 3 ans .....	1,75
> 3 ≤ 4 ans .....	2,25
> 4 ≤ 5 ans .....	2,75
> 5 ans.....	3,75

- 2 % de la valeur de chaque branche de l'arbitrage si cette dernière condition n'est pas — totalement ou partiellement — remplie.

#### ANNEXE IV

#### RISQUE DE RÈGLEMENT CONTREPARTIE

#### *Suspens sur transaction*

1. Ne sont visés ici que les suspens liés à une défaillance de contrepartie à la suite :

- soit d'opérations entrant dans le champ couvert par le portefeuille de négociation au sens de l'article 5 du présent règlement,

– soit d'opérations initiées par des clients de l'établissement et pour lesquelles celui-ci s'est porté du croire.

Le suspens n'est pris en considération qu'à compter de la date normale de dénouement prévue contractuellement ou par les règles de la place.

**2.** Dans le cas de suspens consécutifs à des opérations sur titres de créance ou titres de propriété, hors mises/prises en pension ou prêts/emprunts de titres, deux situations peuvent se présenter, telles qu'explicitées ci-dessous.

**2.1.** Les opérations sont dénouées au travers d'un système de règlement-livraison assurant la simultanéité des échanges titres contre espèces : dans ce cas, l'établissement calcule la différence entre la (ou les) transaction(s) concernée(s), valorisée(s) à son (leur) prix de négociation et la (les) transaction(s) réévaluée(s) au prix courant de marché.

Lorsque cette réévaluation fait apparaître un risque de perte, l'établissement détermine l'exigence de fonds propres correspondante en multipliant ce risque par le facteur approprié de la colonne (1) du tableau suivant :

Nombre de jours ouvrables après la date de règlement livraison prévue	(1) (en pourcentage)
5-15 .....	8
16-30 .....	50
31-45 .....	75
46 ou plus .....	100

Nonobstant les dispositions précédentes, cette exigence n'est pas calculée dans les cas où la contrepartie de l'établissement est représentée par une chambre de compensation qui garantit la bonne fin des opérations de ses adhérents dont le risque est couvert par des appels de marge quotidiens. Dans ce cas, les dépôts de garantie effectués par les adhérents à la chambre de compensation viennent en déduction du risque correspondant aux suspens dès lors que les dépôts de garantie ont été calculés de façon suffisamment prudente.

**2.2.** Les transactions ayant donné lieu à la délivrance d'espèces sans réception des titres correspondants ou, inversement, à la livraison de titres sans réception des espèces correspondantes, sont soumises à une exigence de fonds propres égale à 8 % de la valeur des titres ou du montant de la créance de l'établissement, multiplié par la pondération du risque applicable à la contrepartie concernée telle que définie par le règlement n° 91-05 modifié susvisé.

Il est admis qu'en ce qui concerne les opérations transfrontières, cette exigence n'est calculée qu'à compter du jour suivant la livraison ou le paiement.

#### ***Pensions et prêts ou emprunts de titres***

**3.** Dans le cas des opérations de mise en pension et des prêts de titres, l'établissement calcule la différence entre la valeur de marché des titres et le montant qu'il a emprunté ou la valeur de marché de la garantie, lorsque cette différence est positive.

Dans le cas des opérations de prise en pension ou d'emprunt de titres, il calcule la différence entre le montant qu'il a prêté ou la valeur de marché de la garantie et la valeur de marché des titres qu'il a reçus, lorsque cette différence est positive.

Il est précisé que les intérêts courus sont compris dans le calcul de la valeur de marché des montants prêtés ou empruntés et de la garantie.

L'exigence de fonds propres est égale à 8 % du montant déterminé selon les modalités précédentes, multiplié par la pondération du risque applicable à la contrepartie concernée.

Nonobstant ces dispositions, aucune exigence n'est appliquée aux opérations donnant lieu à un appel de marge entre les parties correctement proportionné au risque et dont le cadre juridique assure l'exercice de la garantie (ou du collatéral) en cas de défaillance de la contrepartie, tel que celui défini en France pour les prêts de titres, au sens de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 susvisée, ou pour les pensions livrées, au sens de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 susvisée. Hormis les opérations susmentionnées, l'établissement communique les cas où il fait usage à titre habituel de cette faculté au Secrétariat général de la Commission bancaire.

**Autres risques**

4. Pour calculer l'exigence de fonds propres relative au risque de contrepartie sur instruments dérivés négociés en dehors d'un marché réglementé ou reconnu, l'établissement applique l'annexe III du règlement n° 91-05 modifié susvisé dans le cas de contrats sur taux d'intérêt et sur taux de change ; les options sur titres de propriété négociées en dehors d'un marché réglementé et les warrants couverts sont soumis au traitement prévu, pour les contrats sur taux de change, à l'annexe susmentionnée. Les options sur taux d'intérêt ou devises vendues ainsi que les contrats de taux de change d'une durée initiale ne dépassant pas 14 jours de calendrier ne font pas l'objet d'exigences de fonds propres relatives au risque de contrepartie.

L'établissement tient compte de l'assiette du risque et des pondérations relatives aux contreparties, telles que définies par le règlement n° 91-05 modifié susvisé.

5. Les risques liés aux courtages, commissions, intérêts et dividendes qui ne sont pas couverts ni par la présente annexe, ni par l'annexe I donnent lieu à une exigence de fonds propres déterminée selon les règles prévues par le règlement n° 91-05 modifié susvisé qui définit également les pondérations du risque à retenir par l'établissement.

## ANNEXE V

## RISQUE DE CHANGE

**Principes**

1. Le risque de change doit être couvert par des fonds propres dès lors que la position nette globale en devises excède 2 % du total des fonds propres. L'exigence en fonds propres est calculée selon les méthodes décrites ci-après.

**Calcul de la position nette globale**

2. La position nette globale en devises se détermine en deux étapes.

**2.1. Première étape**

L'établissement calcule sa position nette ouverte dans chaque devise, y compris l'écu et le franc

français. L'or détenu sous une forme négociable est assimilé à une devise. La position est la somme algébrique des éléments positifs et négatifs énumérés ci-dessous.

**2.1.1. Éléments retenus**

- la position nette au comptant, c'est-à-dire tous les éléments d'actif moins tous les éléments de passif y compris les intérêts courus non échus dans la devise considérée. Sont considérées comme opérations de change au comptant, les opérations d'achat ou de vente de devises dont les parties ne diffèrent pas le dénouement ou ne le diffèrent qu'en raison du délai d'usage conformément au principe énoncé à l'article premier du règlement n° 89-01 du 22 juin 1989 susvisé ;
- les garanties irrévocables (et instruments similaires) dont il est certain qu'elles seront appelées ;
- le solde net des intérêts à payer ou à recevoir qui ne sont pas encore courus mais qui sont entièrement couverts ;
- si les établissements assujettis le souhaitent et avec l'accord préalable du Secrétariat général de la Commission bancaire, le solde net des autres recettes et dépenses futures entièrement couvertes par des opérations de change à terme ;
- la position nette à terme, c'est-à-dire tous les montants à recevoir moins tous les montants à payer en vertu d'opérations de change à terme. Sont considérées comme opérations de change à terme les opérations d'achat ou de vente de devises dont les parties décident de différer le dénouement pour des motifs autres que le délai d'usage prévu à l'article 2 du règlement n° 89-01 modifié susvisé et les contrats financiers à terme sur devises ;
- l'équivalent delta net (ou calculé sur la base du delta) du portefeuille total d'options sur devises. Les positions ainsi obtenues peuvent être compensées avec les positions de signe opposé dans des devises identiques. Lorsque le delta utilisé n'est pas calculé par une autorité de marché, sa méthode de calcul est communiquée préalablement au Secrétariat général de la Commission bancaire qui peut s'y opposer ;

- la valeur de marché des options autres que sur devises mais induisant une position de change (options sur indices de bourses étrangères, notamment).

La position nette dans une devise est qualifiée de position longue nette lorsque les avoirs excèdent les dettes ; elle est qualifiée de position courte nette lorsque les dettes excèdent les avoirs.

#### 2.1.2. *Éléments exclus*

- les opérations dont le risque de change est supporté par l'État ;
- sur sa demande, un établissement peut être autorisé par le Secrétariat général de la Commission bancaire à exclure toute position qu'il a prise délibérément pour se couvrir de l'effet négatif des variations du cours de change sur son ratio de solvabilité, à condition que cette position revête un caractère structurel, qu'elle se limite à protéger le ratio de solvabilité de l'établissement et qu'elle ne résulte pas d'éléments faisant partie du portefeuille de négociation.

Peuvent en particulier être exclus les actifs durables et structurels (titres de participation et de filiales, immobilisations corporelles et incorporelles...), qui figurent au bilan consolidé des établissements et sont financés dans une devise autre que leur devise de libellé ;

- un traitement semblable peut aussi être appliqué aux positions d'un établissement qui se rapportent à des éléments déjà déduits du calcul des fonds propres.

Toute modification des conditions d'exclusion de ces trois catégories d'opérations nécessite l'accord préalable du Secrétariat général de la Commission bancaire.

2.1.3. L'utilisation de la valeur actuelle est admise pour le calcul de la position nette ouverte dans chaque devise. Cette possibilité est toutefois subordonnée à l'utilisation d'une méthode jugée satisfaisante par le Secrétariat général de la Commission bancaire, notamment en ce qui concerne les taux d'intérêt retenus pour les calculs d'actualisation.

Une exigence de fonds propres supplémentaires doit être calculée pour tenir compte des risques

résiduels sur les options quand celles-ci sont converties en équivalent delta et intégrées aux positions nettes en devises selon les principes décrits au point 6.3. de l'annexe I. Les établissements peuvent alors choisir entre les deux méthodes suivantes :

- les équivalents delta compensés avec des positions sur devises sont retenus à hauteur de 30 % ;
- l'exigence en fonds propres supplémentaire est composée des deux éléments suivants calculés séparément pour chaque couple de devises (devise 1/devise 2) :

- pour couvrir le risque gamma : la valeur absolue du gamma négatif net est multipliée par 0,32 % et par le carré du cours de change devise 1 contre devise 2. Ce montant constitue l'exigence et il est exprimé en francs au cours du change au comptant. Le coefficient de 0,32 % est remplacé par 0,0128 % quand il s'agit d'un couple de devises participant au mécanisme de change du Système monétaire européen visé au point 3.1. ci-dessous et par 0,08 % quand il s'agit d'un couple de devises présentant une corrélation étroite au sens du point 3.3. de la présente annexe ;

- pour le risque de volatilité : l'exigence en fonds propres est représentée par la variation de la valeur des options portant sur un couple de devises pour une variation de la volatilité implicite de  $\pm 20$  %.

## 2.2. Deuxième étape

Les positions courtes et longues nettes dans chaque devise sont converties au taux de change comptant du franc. Ces positions sont additionnées séparément pour fournir respectivement le total des positions nettes courtes et le total des positions nettes longues. Le plus élevé de ces deux totaux constitue la position nette globale en devises de l'établissement.

### *Calcul de l'exigence de fonds propres*

#### **3. Première méthode**

L'exigence de fonds propres est égale à 8 % de la position nette globale qui excède 2 % du total des fonds propres, sauf dans les cas suivants :

**3.1.** Les positions compensées dans les monnaies des États membres de l'Union européenne participant au mécanisme de change du Système monétaire européen sont soumises à une exigence en fonds propres limitée à 1,6 % multiplié par la valeur de ces positions compensées. Par position compensée, on entend le montant d'une position dans une devise qui est contrebalancée par une position de sens opposé dans une autre devise.

**3.2.** Le franc CFA et le franc CFP sont assimilés au franc français, après conversion au taux de change en vigueur.

**3.3.** Les positions en devises présentant une corrélation étroite, mais autres que les monnaies des États membres de l'Union européenne participant au mécanisme de change du Système monétaire européen, sont soumises à une exigence en fonds propres inférieure à celle qui résulterait de l'application du point 2 ci-dessus et qui est déterminée comme suit :

- pour les positions compensées, 4 % multiplié par la valeur de la position compensée de deux devises présentant une corrélation étroite,
- pour les positions non compensées, 8 % multiplié par le total le plus élevé des positions nettes courtes ou des positions nettes longues dans ces devises, après déduction des positions compensées.

La Commission bancaire publiera périodiquement la liste des principales devises considérées comme étroitement corrélées. Les établissements pourront en outre solliciter l'accord du Secrétariat général de la Commission bancaire pour tenir compte des corrélations entre d'autres devises.

#### **4. Deuxième méthode**

Avec l'accord préalable de la Commission bancaire, les établissements peuvent utiliser une méthode différente de celle qui vient d'être décrite aux points 3.1. à 3.3. ci-dessus. La méthode ainsi visée consiste à recourir à des techniques statistiques de simulation. L'exigence de fonds propres qui résulte de cette méthode doit être suffisante :

- pour couvrir les pertes éventuelles qu'il y aurait eu dans au moins 95 % des périodes glissantes de dix jours ouvrables au cours des cinq années précédentes, ou dans au moins 99 % des

périodes glissantes de dix jours ouvrables au cours des trois années précédentes, si l'établissement avait commencé chaque période avec ses positions actuelles ;

- sur la base d'une analyse des mouvements des taux de change portant sur toutes les périodes glissantes de dix jours ouvrables au cours des cinq années précédentes, pour dépasser les pertes probables pendant la période suivante de détention de dix jours ouvrables, dans 95 % ou plus de situations, ou bien pour dépasser les pertes probables dans 99 % ou plus des situations lorsque l'analyse des mouvements des taux de change ne porte que sur les trois dernières années ;
- en tout état de cause, pour dépasser l'équivalent de 2 % de la position nette ouverte calculée conformément aux points 2 à 3 ci-dessus.

Cette méthode peut être utilisée simultanément aux dispositions figurant aux points 3.1. et 3.2. ci-dessus. En revanche, elle ne peut être utilisée simultanément à la méthode faisant l'objet du point 3.3. ci-dessus.

#### **5. Cas particulier des options : recours à des algorithmes**

L'établissement peut choisir de retirer les options et leurs couvertures de la position nette globale. Dans ce cas, il détermine une exigence de fonds propres distincte au moyen d'un algorithme visé au point 7.2. de l'annexe I. Cette exigence est alors ajoutée à l'exigence de fonds propres calculée selon les méthodes décrites aux points 3 et 4 de la présente annexe.

#### ANNEXE VI

#### GRANDS RISQUES

##### **Principes**

**1.** Les établissements assujettis au présent règlement sont tenus de respecter en permanence l'ensemble des dispositions du règlement n° 93-05 modifié susvisé :

- pour celles de leurs opérations qui ne relèvent pas du portefeuille de négociation,
- et dans les conditions prévues à la présente annexe pour l'ensemble de leurs opérations, qu'elles relèvent ou non du portefeuille de négociation.

**2.** Lorsqu'un établissement de crédit applique les dispositions prévues à l'article 4 du présent règlement, il n'est tenu qu'au seul respect des dispositions du règlement n° 93-05 modifié susvisé, à l'exception des engagements de prise ferme qui sont traités selon les modalités décrites au paragraphe 7 ci-dessous.

**3.** Pour l'application du paragraphe 2 ci-dessus, les fonds propres sont déterminés conformément à l'article 3 du présent règlement.

**4.** Pour l'application du présent règlement, on entend par risques :

- les risques tels que définis à l'article 2 du règlement n° 93-05 modifié susvisé pour celles des opérations qui ne relèvent pas du portefeuille de négociation ;
- les risques de position et de règlement-livraison-contrepartie, calculés selon les modalités décrites aux paragraphes 5 et 6 ci-dessous, pour celles des opérations de l'établissement qui relèvent du portefeuille de négociation. Les modalités de traitement des engagements de prise ferme sont définies au paragraphe 7 ci-dessous. Par bénéficiaire, il faut entendre : aux paragraphes 5 et 7 ci-dessous, l'émetteur des instruments financiers négociés ; au paragraphe 6, la contrepartie de l'opération.

### ***Risque de position***

**5.** L'établissement calcule la position nette dans chacun des instruments financiers émis par le bénéficiaire selon les méthodes définies à l'annexe I. Le risque pris en compte pour l'appréciation des règles des grands risques au titre du risque de position est égal à la différence, pour un même bénéficiaire, entre la somme des positions nettes longues et la somme des positions nettes courtes. Lorsque cette différence est négative, l'établissement ne reprend aucun montant pour l'appréciation des limites applicables aux grands risques.

Sont exclus les instruments dérivés négociés sur un marché réglementé ou reconnu qui prévoit le versement de marges journalières.

### ***Risque de règlement-livraison-contrepartie***

**6.** Le calcul du risque de règlement-livraison-contrepartie est effectué selon les modalités décrites à l'annexe IV, avant application des pondérations relatives aux bénéficiaires des opérations concernées.

### ***Engagements de prise ferme***

**7.** Dans une première étape, l'établissement calcule ses positions nettes selon les modalités décrites à l'annexe I, c'est-à-dire après déduction, le cas échéant, des engagements de prise ferme repris par des tiers. Il applique dans un deuxième temps à ces positions nettes les facteurs de réduction définis dans l'annexe susvisée.

Les établissements mettent en œuvre tous les moyens nécessaires à la surveillance et au contrôle des risques de prise ferme pendant la période comprise entre le jour de l'engagement initial et le premier jour ouvrable. Le Secrétariat général de la Commission bancaire peut demander que lui soit communiqué un rapport sur les moyens mis en œuvre.

### ***Pondérations applicables aux bénéficiaires***

**8.** L'ensemble des risques sur un même bénéficiaire, calculés conformément aux dispositions du paragraphe 4 ci-dessus et diminués, le cas échéant, du montant des provisions affectés à leur couverture et du montant des nantissements ou garanties, sont affectés des taux de pondération prévus à l'article 4 du règlement n° 93-05 modifié susvisé.

Au sens de la présente annexe, sont assimilés à des risques sur les établissements de crédit les risques sur les entreprises d'investissement de l'Union européenne et des États parties à l'Accord sur l'Espace économique européen, les entreprises d'investissement reconnues de pays tiers, les chambres de compensation et les bourses d'instruments financiers reconnues.

Les établissements assujettis peuvent appliquer la pondération de 20 % pour les positions sur les établissements de crédit issues des instruments dérivés ou liées aux risques de livraison contrepartie.

**Dépassements**

9. Par dérogation aux dispositions du paragraphe 1 ci-dessus, les établissements assujettis au présent règlement peuvent être autorisés à dépasser les limites fixées à l'article premier du règlement n° 93-05 modifié susvisé, dans les conditions suivantes :

1°) *lorsque le dépassement n'est pas supérieur à 10 jours :*

- le risque découlant du portefeuille de négociation ne doit pas représenter plus de 500 % des fonds propres de l'établissement ;
- les éléments du portefeuille de négociation qui contribuent au dépassement du rapport de 40 % doivent supporter des exigences de fonds propres supplémentaires égales à 200 % des exigences de fonds propres relatives à ces éléments, calculées conformément aux dispositions des annexes I et II.

2°) *lorsque le dépassement excède 10 jours :*

- le montant *cumulé* des différents dépassements individuels liés au portefeuille de négociation ne doit pas excéder 600 % des fonds propres de l'établissement ;
- l'établissement impute aux exigences de fonds propres relatives aux éléments du portefeuille de négociation qui composent le montant du dépassement, par ordre croissant des exigences de risque spécifique, les coefficients multiplicateurs suivants :

Éléments contribuant au dépassement	Coefficients multiplicateurs applicables aux exigences de fonds propres
entre 25 % et 40 % .....	200 %
entre 40 % et 60 % .....	300 %
entre 60 % et 80 % .....	400 %
entre 80 % et 100 % .....	500 %
entre 100 % et 250 % .....	600 %
au-delà de 250 % .....	900 %

Les coefficients multiplicateurs applicables aux dépassements compris entre 25 % et 40 % n'entrent en vigueur qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1999.

## ANNEXE VII

## MODÈLES INTERNES

La Commission bancaire peut décider de prendre en compte les résultats des modèles internes pour le calcul des exigences de fonds propres des établissements au sens de l'article 2.3. du présent règlement, en s'assurant notamment que les conditions qualitatives et quantitatives énumérées ci-après sont respectées.

**1. Conditions qualitatives**

Les éléments suivants doivent au minimum être prévus :

- existence d'une unité de contrôle des risques encourus du fait des opérations de marché. Cette unité, responsable de la conception et de la mise en place du système de gestion des risques, produit et analyse des rapports quotidiens évaluant notamment le respect des limites de risque ; elle procède à des mesures *ex post* destinées à vérifier la qualité des mesures produites par le modèle ; elle est indépendante des unités opérationnelles et fait rapport directement à l'organe exécutif de l'établissement, au sens de l'article premier du règlement n° 90-08 susvisé ;
- implication active de l'organe exécutif dans le processus de contrôle des risques. Les rapports quotidiens visés ci-dessus doivent être revus à un niveau de décision suffisant pour faire appliquer le cas échéant des mesures de réduction des risques. L'organe exécutif désigne un de ses membres, non responsable sur le plan opérationnel des interventions sur les marchés, à qui les rapports quotidiens sont remis ;
- intégration étroite du modèle interne de mesure des risques dans la gestion courante de l'établissement ;
- existence d'un système de mesure des risques, utilisé dans la définition des limites de risques prévues au point b du deuxième paragraphe de l'article premier du règlement n° 90-08 susvisé. Ce système fait partie d'un processus accepté par l'organe exécutif et intégré par les opérateurs ;

- conduite d'un programme systématique de scénarios de crises. Les résultats doivent être communiqués à l'organe exécutif pour permettre à celui-ci, le cas échéant, de prendre les mesures nécessaires pour diminuer la vulnérabilité de l'établissement face à certaines éventualités testées ;
- existence d'un système permanent permettant d'assurer la réalité des contrôles et le respect des procédures ;
- réexamen régulier et indépendant du système de mesure des risques, conduit par l'audit interne de l'établissement, visant à apprécier notamment :
  - . la qualité de la documentation du système de mesure des risques,
  - . l'organisation de l'unité de contrôle des risques,
  - . l'intégration des mesures des risques de marché dans la gestion quotidienne,
  - . le processus d'approbation des modèles de prise en compte des risques et des systèmes de valorisation,
  - . la validation de tout changement significatif dans le processus de mesure des risques,
  - . l'étendue des risques de marché pris en compte par le modèle,
  - . l'intégrité du système d'information,
  - . l'exactitude et l'exhaustivité des données relatives aux positions,
  - . la vérification de la cohérence, de la mise à jour et de la fiabilité des sources d'information utilisées pour faire fonctionner le modèle,
  - . l'exactitude des hypothèses de volatilité et de corrélation ;
- adéquation de la technique de modélisation et de son degré de sophistication pour chaque marché au type et au niveau d'engagement de l'établissement sur ce marché.

## 2. Conditions quantitatives

Les principes suivants doivent être respectés :

Calcul quotidien du risque potentiel de pertes maximales ;

Existence d'un intervalle de confiance de 99 % ;

Période de détention d'une durée de dix jours ouvrés ;

Période d'observation historique d'une durée minimum d'un an ;

Mise à jour au moins trimestrielle des bases de données ; mises à jour plus fréquentes si les mouvements des marchés le justifient ;

Agrégation par simple somme des risques potentiels de pertes maximales de chaque catégorie de risque (taux d'intérêt, prix des titres de propriété et change) ; toutefois, les modèles internes des établissements peuvent incorporer des corrélations à l'intérieur de chaque catégorie de risque ;

Prise en compte adéquate de l'ensemble des risques couverts par le modèle interne, aucun type de modèle n'étant pour autant prescrit ;

Prise en compte d'une manière qui puisse être considérée comme suffisamment prudente des risques liés à des instruments de type optionnel à l'intérieur de chaque catégorie de risque ;

Respect des principes propres au traitement du risque de taux d'intérêt suivants :

- existence d'un ensemble de facteurs de risque correspondant aux taux d'intérêt dans chaque devise dans laquelle l'établissement est exposé,
- modélisation de la courbe de rendement en la divisant en plusieurs segments afin de prendre en compte la variation de la volatilité des taux le long de la courbe, entraînant ainsi la reconnaissance d'un facteur de risque à chaque segment. Le nombre de segments doit être au minimum de six, il doit être plus élevé si la stratégie développée par l'établissement le justifie,
- incorporation par le système de mesure des risques d'une méthode destinée à prendre en compte le risque d'écart entre différents instruments.

Dans le cas où le modèle interne ne prend pas en compte le risque spécifique associé aux instruments de taux et aux titres de propriété, une exigence en fonds propres supplémentaire est calculée.

**3. Utilisation combinée d'un modèle interne et de la méthode décrite aux annexes II, III et V du présent règlement**

Dans le cas où le modèle interne ne couvre pas les trois catégories de risque visées aux annexes II, III et V (taux d'intérêt, variation du prix des titres de propriété et change), la Commission bancaire peut autoriser les établissements à mesurer les risques en n'ayant recours au modèle interne que pour l'un ou deux d'entre eux. Dans ce cas, les méthodes prescrites aux annexes susvisées concernées s'appliquent aux autres. Cette combinaison des deux approches est soumise au respect des conditions suivantes :

- tous les critères définis aux paragraphes 1 et 2 de la présente annexe s'appliquent au modèle partiel,
- aucun élément de risque ne doit échapper à la mesure par les approches combinées.

La combinaison des deux approches ne peut être modifiée sans l'accord préalable de la Commission bancaire.

Les exigences en fonds propres calculées au moyen de chacune des méthodes sont agrégées par simple somme.

**Règlement n° 95-03 du 21 juillet 1995**

modifiant le règlement n° 86-08 du 27 février 1986 relatif à la centralisation des incidents de paiement et le règlement n° 86-09 du 27 février 1986 relatif à la centralisation des risques

Le Comité de la réglementation bancaire

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

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

Vu le règlement n° 86-08 du 27 février 1986 relatif à la centralisation des incidents de paiement ;

Vu le règlement n° 86-09 du 27 février 1986 relatif à la centralisation des risques.

décide :

*Article premier*

À l'article premier du règlement n° 86-08 du 27 février 1986 susvisé est inséré, après l'alinéa premier, un alinéa 2 ainsi rédigé :

« L'Institut d'émission des départements d'outre-mer et l'Institut d'émission d'outre-mer, dans les départements, territoires et collectivités territoriales où ils assurent respectivement le service de l'émission, exercent, en liaison avec la Banque de France, les attributions dévolues à celle-ci par le présent règlement ».

*Article 2*

L'article premier du règlement n° 86-09 du 27 février 1986 susvisé est complété par un alinéa 3 ainsi rédigé :

« L'Institut d'émission des départements d'outre-mer et l'Institut d'émission d'outre-mer, dans les départements, territoires et collectivités territoriales où ils assurent respectivement le service de l'émission, exercent, en liaison avec la Banque de France, les attributions dévolues à celle-ci par le présent règlement ».

**Règlement n° 95-04 du 21 juillet 1995**

modifiant le règlement n° 90-01 du 23 février 1990 relatif à la comptabilisation des opérations sur titres et portant modification de divers règlements de caractère comptable

Le Comité de la réglementation bancaire,

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

Vu le règlement n° 88-02 du 22 février 1988 relatif à la comptabilisation des opérations sur instruments financiers à terme de taux d'intérêt ;

Vu le règlement n° 89-01 du 22 juin 1989 relatif à la comptabilisation des opérations en devises modifié par le règlement n° 90-01 du 23 février 1990 ;

Vu le règlement n° 90-01 du 23 février 1990 relatif à la comptabilisation des opérations sur titres ;

Vu le règlement n° 90-03 du 23 février 1990 relatif à la comptabilisation des opérations relatives aux plans d'épargne populaire ;

Vu le règlement n° 90-15 du 18 décembre 1990 relatif à la comptabilisation des contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises modifié par le règlement n° 92-04 du 17 juillet 1992 ;

Vu le règlement n° 91-03 du 16 janvier 1991 relatif à l'établissement et à la publication des situations trimestrielles et du tableau d'activité et de résultats semestriels individuels et consolidés des établissements de crédit et des maisons de titres modifié par le règlement n° 93-08 du 21 décembre 1993.

décide :

*Article premier*

*Modification du règlement n° 88-02 du 22 février 1988 relatif à la comptabilisation des opérations sur instruments financiers à terme de taux d'intérêt.*

Aux articles premier, 6 et 7 du règlement n° 88-02 susvisé, les mots « et les maisons de titres mentionnées à l'article 99 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée », « ou de maisons de titres » et « et les maisons de titres » sont supprimés.

*Article 2*

*Modification du règlement n° 89-01 du 22 juin 1989 relatif à la comptabilisation des opérations en devises.*

Aux articles premier et 11 du règlement n° 89-01 modifié susvisé, les mots « et les maisons de titres » sont supprimés.

*Article 3*

*Modification du règlement n° 90-01 du 23 février 1990 relatif à la comptabilisation des opérations sur titres.*

Le règlement n° 90-01 susvisé est modifié comme suit :

**3.1.** À l'article premier, les mots : « et les maisons de titres » sont supprimés.

**3.2.** Au premier alinéa de l'article 7, après les mots « Sont considérés comme titres d'investissement les titres à revenu fixe » sont ajoutés les mots : « dont le prix de remboursement est fixe ».

*Article 4*

*Modification du règlement n° 90-03 du 23 février 1990 relatif à la comptabilisation des opérations relatives aux plans d'épargne populaire.*

À l'article premier du règlement n° 90-03 susvisé, les mots « ou d'une maison de titres » sont supprimés.

*Article 5*

*Modification du règlement n° 90-15 du 18 décembre 1990 relatif à la comptabilisation des contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises.*

À l'article premier du règlement n° 90-15 modifié susvisé, les mots « et les maisons de titres » sont supprimés.

*Article 6*

*Modification du règlement n° 91-03 du 16 janvier 1991 relatif à l'établissement et à la publication des situations trimestrielles et du tableau d'activité et de résultats semestriels individuels et consolidés des établissements de crédit.*

Aux articles premier et 3.3. du règlement n° 91-03 modifié susvisé, les mots « et les maisons de titres visées à l'article 99 de la loi n° 84-46 susvisée » et « des maisons de titres » sont supprimés.

**Règlement n° 95-05 du 21 juillet 1995**

modifiant le règlement n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, modifiée en dernier lieu par la loi n° 94-679 du 8 août 1994,

Vu la directive 94/7/CE de la Commission du 15 mars 1994 portant adaptation technique de la directive 89/647/CEE du Conseil, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit en ce qui concerne la définition des banques multilatérales de développement,

Vu la directive 95/15/CE de la Commission du 31 mai 1995 portant adaptation de la directive 89/647/CEE du Conseil relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit en ce qui concerne la définition technique de la « zone A » et la pondération des actifs constituant des créances expressément garanties par les Communautés européennes,

Vu l'adoption des statuts du Fonds européen d'investissement par le Conseil des gouverneurs de la Banque européenne d'investissement le 25 mai 1994,

Vu le règlement n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité, modifié par les règlements n° 93-05 du 21 décembre 1993 et n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

décide :

*Article premier*

Le premier tiret de l'article 2 du règlement n° 91-05 modifié susvisé est remplacé par le texte suivant :

« – zone A : les États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen, les autres pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), les pays qui ont conclu des accords spéciaux de prêt avec le Fonds monétaire international (FMI) dans le cadre des accords généraux d'emprunt du FMI ; aucun rééchelonnement de la dette publique extérieure du pays concerné ne doit avoir eu lieu depuis cinq ans ; la liste de ces États figure en annexe V ; ».

Une annexe V est ajoutée au règlement n° 91-05 susvisé, dont le texte figure en annexe au présent règlement.

*Article 2*

L'annexe I du règlement 91-05 modifié susvisé est complétée par les termes suivants : « Fonds européen d'investissement (FEI) ».

ANNEXE

ANNEXE V AU REGLEMENT N° 91-05

**Liste des pays de la zone A visée à l'article 2 du règlement n° 91-05**

*États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen*

- Allemagne
- Autriche
- Belgique
- Danemark
- Espagne
- Finlande
- France
- Grèce
- Irlande
- Islande
- Italie
- Liechtenstein
- Luxembourg
- Norvège
- Pays-Bas
- Portugal
- Royaume-Uni
- Suède

*Autres membres de l'OCDE*

- Australie
- Canada
- États-Unis
- Japon
- Mexique
- Nouvelle-Zélande
- Suisse
- Turquie

*Pays ayant conclu des accords spéciaux de prêt avec le Fonds monétaire international (FMI) dans le cadre des accords généraux d'emprunt du FMI*

Arabie saoudite.

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,75 % octobre 2005, 6 % octobre 2025  
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 5 septembre 1995

Le jeudi 7 septembre 1995, 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 sera compris entre 17 milliards de francs et 19 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 7,75 % octobre 2005 de 2 000 francs  
Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 155 francs payable le 25 octobre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2005.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 25 septembre 1995, soit 142,26 francs par obligation.

2. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs  
Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 25 septembre 1995, soit 110,14 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 25 septembre 1995.

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

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

- jusqu'au jeudi 7 septembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 8 septembre 16 heures pour la seconde tranche de 15 %.

<b>OAT 7,75 % OCTOBRE 2005</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
102,76	3 700 000 000	3 700 000 000	102,76
102,74	6 100 000 000	9 800 000 000	102,75
102,72	5 150 000 000	14 950 000 000	102,74
102,70	3 850 000 000	18 800 000 000	102,73
102,68	1 800 000 000	20 600 000 000	102,73
102,66	900 000 000	21 500 000 000	102,72
102,64	800 000 000	22 300 000 000	102,72
102,62	350 000 000	22 650 000 000	102,72
102,60	400 000 000	23 050 000 000	102,72
102,56	200 000 000	23 250 000 000	102,72
102,54	2 000 000 000	25 250 000 000	102,70
Prix limite retenu : 102,72 % (taux de rendement : 7,36 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 102,74 % (taux de rendement : 7,35 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 août 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	10 700	14 950	4 250
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	7,34	7,36	0,02
– au prix moyen pondéré .....	7,34	7,35	0,01

<b>OAT 6 % OCTOBRE 2025</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
77,34	500 000 000	500 000 000	77,34
77,32	300 000 000	800 000 000	77,33
77,30	1 300 000 000	2 100 000 000	77,31
77,26	200 000 000	2 300 000 000	77,31
77,24	850 000 000	3 150 000 000	77,29
77,22	350 000 000	3 500 000 000	77,28
77,20	700 000 000	4 200 000 000	77,27
77,18	100 000 000	4 300 000 000	77,27
77,16	300 000 000	4 600 000 000	77,26
77,14	50 000 000	4 650 000 000	77,26
77,12	200 000 000	4 850 000 000	77,25
77,10	100 000 000	4 950 000 000	77,25
77,06	200 000 000	5 150 000 000	77,24
77,04	100 000 000	5 250 000 000	77,24
77,00	1 800 000 000	7 050 000 000	77,18
Prix limite retenu : 77,22 % (taux de rendement : 8,03 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 77,28 % (taux de rendement : 8,02 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 6 juillet 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	1 800	3 500	1 700
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	8,13	8,03	- 0,10
– au prix moyen pondéré.....	8,13	8,02	- 0,11

– *Résultat global de l'adjudication  
du 8 septembre 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 7 septembre 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 182 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 539 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 18 450 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 21 171 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant la séance	Après séance	
OAT 7,75 % octobre 2005 .....	14 950	182	2 056	17 188
OAT 6 % octobre 2025.....	3 500		483	3 983
<b>Total.....</b>	<b>18 450</b>	<b>2 721</b>		<b>21 171</b>
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Journal officiel du 21 septembre 1995 –  
Seuils de l'usure applicables  
à compter du 1<sup>er</sup> octobre 1995**

<b>TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 3 <sup>e</sup> trimestre 1995	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> octobre 1995
<b>CRÉDITS AUX PARTICULIERS</b>		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe .....	9,37	12,49
– Prêts à taux variable .....	8,77	11,69
– Prêts relais .....	10,34	13,79
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	16,14	21,52
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	14,54	19,39
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	11,92	15,89
<b>CRÉDITS AUX ENTREPRISES</b>		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament montant unitaire ≤ à 300 000 francs.....	12,78	17,04
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,18	12,24
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,62	12,83
– Découverts en compte (a) montant unitaire ≤ à 500 000 francs.....	12,32	16,43
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans montant unitaire ≤ à 500 000 francs.....	12,05	16,07
<p><i>Note</i> : Les taux moyens ont été calculés à partir des données des enquêtes sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers effectuées par la Banque de France.</p> <p>(a) <i>Commissions de plus fort découvert</i> : Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de juillet 1995 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois. La commission de plus fort découvert a été calculée à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.</p>		
<p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>		

**Textes législatifs et gouvernementaux**

JO DU 1<sup>er</sup> SEPTEMBRE 1995

– Décret n° 95-980 du 31 août 1995 relatif aux attributions du ministre de l'Économie, des Finances et du Plan.

JO DU 8 SEPTEMBRE 1995

– Arrêté du 18 août 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de juin 1995.

– Arrêté du 21 août 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de juillet 1995.

JO DU 10 SEPTEMBRE 1995

– Arrêté du 8 septembre 1995 relatif aux modalités du transfert du secteur public au secteur privé d'une part du capital de la Compagnie des machines Bull.

– Avis de la Commission de la privatisation du 7 septembre 1995 relatif à la première tranche de la privatisation de la Compagnie des machines Bull.

JO DES 11 ET 12 SEPTEMBRE 1995

– Décret n° 95-1003 du 11 septembre 1995 relatif aux attributions du secrétaire d'État au Budget.

– Décret n° 95-1004 du 11 septembre 1995 relatif aux attributions du secrétaire d'État aux Finances.

JO DU 15 SEPTEMBRE 1995

– Arrêté du 12 septembre 1995 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 septembre 1996 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable Septembre 2000 (code Sicovam n° 4 267)

– Arrêté du 12 septembre 1995 fixant la valeur du coupon à échéance du 30 septembre 1996 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable et à options d'échange Septembre 1998 (code Sicovam n° 4 326)

JO DU 17 SEPTEMBRE 1995

– Décret n° 95-1019 du 15 septembre 1995 modifiant le décret n° 82-454 du 28 mai 1982 pris pour l'application de la loi n° 82-357 du 27 avril 1982 portant création d'un régime d'épargne populaire.

JO DU 21 SEPTEMBRE 1995

– Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 27 SEPTEMBRE 1995

– Décret n° 95-1049 du 20 septembre 1995 modifiant le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 modifié pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

JO DU 28 SEPTEMBRE 1995

– Arrêté du 13 septembre 1995 portant homologation de règlements du Comité de la réglementation bancaire.

JO DU 30 SEPTEMBRE 1995

– Décret n° 95-1064 du 29 septembre 1995 modifiant le code de la construction et de l'habitation et portant création d'une aide de l'État à l'accession à la propriété pour l'acquisition d'une résidence principale.