

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 25

JANVIER 1996

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

La conjoncture européenne connaît des tendances divergentes : l'activité se ralentit en Allemagne et en Espagne, mais s'améliore au Royaume-Uni et en Italie. Au Japon, un redressement partiel s'opère et les perspectives tendent à se dégager. Aux États-Unis — pour lesquels l'évaluation de la situation est toutefois hasardeuse en l'absence momentanée de statistiques —, l'économie continuerait à croître modérément. Le rythme de hausse des prix, pratiquement stabilisé dans l'ensemble des pays, se situe à des niveaux peu élevés et compris entre 1,5 % et 3,0 %, hormis en Espagne et en Italie. Les taux d'intérêt poursuivent leur détente sur le court terme et le long terme. Dans un contexte de stabilité des marchés de change et d'orientation restrictive des politiques budgétaires, les banques centrales veillent à accompagner une conjoncture peu dynamique.

L'évolution des principales devises en décembre

Le dollar, qui a peu varié contre deutschemark, s'est nettement replié contre franc mais s'est apprécié de 1,6 % vis-à-vis du yen. Ce dernier a également reculé contre les devises européennes, en raison de la réallocation d'actifs vers des titres libellés en devises à rendement plus élevé. Le franc a temporairement atteint un point bas le 4 décembre et, de nouveau, marqué un repli après les manifestations du 12 décembre ; il s'est ensuite repris et a poursuivi son raffermissement avec la fin du mouvement de grève dans le secteur public. Le deutschemark s'est quelque peu replié vis-à-vis de la plupart des autres devises européennes, après la baisse de 50 points de base du taux d'escompte de la Banque fédérale, dont la décision a été suivie par nombre d'autres banques centrales européennes. La livre sterling a légèrement fléchi. Le franc suisse s'est quelque peu apprécié. La lire italienne a subi un repli momentané, lié au déroulement de l'examen du projet de budget par le Parlement, avant de se redresser sensiblement. La couronne suédoise s'est dépréciée contre deutschemark en début de mois, en liaison avec des anticipations de baisse des taux directeurs, avant de marquer une reprise partielle à l'issue de la publication d'indicateurs statistiques favorables.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en décembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a enregistré un recul, en particulier dans l'automobile, les biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, les biens de consommation, l'activité restant à peu près stable dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires. Le taux d'utilisation des capacités de production n'a pas varié.

La demande globale s'est repliée. Sur le marché intérieur, l'affaiblissement de la demande finale s'est accentué, en liaison, notamment, avec les mouvements sociaux. Les commandes étrangères, surtout celles qui émanent des pays européens, se sont contractées dans la plupart des grandes branches de l'industrie, à l'exception des biens d'équipement professionnels où des progrès ont encore été enregistrés. Les carnets de commandes apparaissent peu garnis dans l'ensemble. Les stocks sont toujours considérés comme supérieurs à la normale dans la plupart des secteurs et en particulier dans l'industrie automobile.

À court terme, un redressement de la production est attendu dans plusieurs secteurs, sauf dans l'automobile où un nouveau repli devrait se produire.

Les prix des produits finis sont demeurés stables dans l'ensemble ; des baisses ont été observées dans certains secteurs des biens intermédiaires et des biens d'équipement professionnels.

Les programmes d'investissement pour 1996 demeurent, pour l'instant, d'une ampleur limitée et sont, en tout état de cause, très ciblés. Un certain attentisme prévaut toujours dans l'expectative d'une reprise de la demande finale.

L'activité commerciale a fléchi en décembre ; les résultats du bimestre novembre-décembre s'inscrivent en retrait par rapport à ceux de la période correspondante de 1994.

L'activité du BTP s'est nettement repliée au cours du quatrième trimestre et s'inscrit en recul sur un an.

Les effectifs se sont de nouveau contractés dans la plupart des secteurs de l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils sont restés stables ; le recul a encore été particulièrement marqué dans l'automobile et les biens intermédiaires comme, dans une moindre mesure, les biens de consommation. Les chefs d'entreprise ont toujours recours à l'intérim et aux contrats à durée déterminée qui permettent d'adapter précisément les effectifs employés aux évolutions de la demande.

La balance des paiements en octobre

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial*, tout en se maintenant à un bon niveau (5,9 milliards de francs), s'inscrit toutefois en repli, tant par rapport au mois précédent (7,8 milliards) qu'au regard du solde moyen des six derniers mois (7,4 milliards). Le solde cumulé des dix premiers mois excède néanmoins de presque 20 milliards de francs celui de la période correspondante de 1994 (85,4 milliards de francs, contre 66,2 milliards).

L'*excédent du compte de transactions courantes* s'est élevé à 4,5 milliards de francs en données brutes (contre 6,3 milliards en septembre), et 2,3 milliards en données cvs (après 2,9 milliards). Sur les dix premiers mois de 1995, le solde positif cumulé atteint 73,7 milliards de francs (77,4 milliards en données cvs).

Le *compte financier* a dégagé, en octobre, un déficit de 2,9 milliards de francs en données brutes. Les flux à *long terme* ont été à l'origine de sorties nettes de 21,7 milliards de francs, contre des entrées de 3,4 milliards en septembre, tandis que les flux à *court terme (hors avoirs de réserve)* se soldaient par des entrées nettes de 18,6 milliards de francs, contre des sorties de 1,5 milliard le mois précédent ; les *avoirs de réserve (bruts)* ont diminué de 0,2 milliard de francs, après avoir été stables en septembre.

Les marchés de capitaux en décembre

Les marchés de taux ont suivi une orientation favorable, interrompue très passagèrement, en début et en milieu de mois, par des tensions liées aux interrogations suscitées par le développement des conflits sociaux.

Sur l'ensemble du mois, les taux courts se sont sensiblement repliés, en liaison avec la nette appréciation du franc contre deutschemark. Ainsi, le TIOP 3 mois a cédé plus de 100 points de base, passant de 6,02 %, le 30 novembre, à 5,0 %, le 29 décembre. Cette évolution a été largement influencée par la détermination affichée par le gouvernement pour la mise en œuvre du plan de réforme du financement de la Sécurité sociale, l'apaisement progressif des tensions sociales dans le secteur public et la poursuite du mouvement de baisse des taux directeurs en Europe. Ce contexte favorable a permis à la Banque de France de continuer sa politique de détente des taux directeurs :

– en réduisant à deux reprises le taux d'appel d'offres, ramené de 4,80 % à 4,70 % (à compter de l'opération valeur 8 décembre), puis à 4,45 % (à partir du 19 décembre) ;

– et en abaissant le taux des pensions de 5 à 10 jours, de 6,10 % à 5,85 %, le 21 décembre.

À la fin de l'année, le loyer de l'argent au jour le jour se situait à 4 3/4 %, niveau le plus bas observé depuis 1972.

Les rendements obligataires se sont sensiblement repliés sous l'effet de l'amélioration des marchés de taux courts et de la bonne orientation des taux longs américains et allemands. Au terme de cette détente, l'écart OAT-*Bund* s'est quelque peu resserré, passant de 74 points de base à 67 points.

L'encours global des titres de créances négociables a reculé de 139,5 milliards de francs. Cette baisse est essentiellement due à l'importance des tombées (788 milliards de francs), non compensées par le volume des émissions (648 milliards, contre 474 milliards au cours du mois précédent). Ce phénomène saisonnier a surtout contribué à la chute de l'encours des certificats de dépôt, qui a perdu 110,4 milliards de francs, mais il a aussi touché l'ensemble des autres instruments. Les taux d'intérêt ont sensiblement baissé pour les titres émis à court terme.

Dans un contexte de poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt, fragilisé par l'ampleur du mouvement social, la reprise des émissions observée fin novembre à la suite de l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est confirmée au cours de la première quinzaine du mois, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'euro franc. À compter du 20 décembre, les émetteurs ont cependant observé la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

L'indice CAC 40 a suivi une évolution contrastée. Orienté à la hausse durant la première décade, il a ensuite enregistré un net repli, avant de se redresser au cours des deux dernières semaines.

Les agrégats monétaires

En novembre, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 1,4 %, alors qu'il s'était réduit de 1,3 % le mois précédent. Les moyens de paiement (M1), dont l'évolution au mois le mois est irrégulière, se sont accrus de 1,9 %, après avoir diminué de 2,7 % en octobre. La croissance des placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) est restée soutenue (1,1 %, après 1,3 % le mois précédent). Les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2), après avoir diminué de 1,8 % en octobre, ont augmenté de 1,1 %, la reprise des avoirs en titres d'OPCVM monétaires ayant plus que compensé le recul des placements en titres de créances négociables et des comptes à terme.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 reste modérée (1,7 %) et celle de M2 demeure ferme (4,2 %), tandis que la croissance de l'agrégat M3 continue de s'inscrire sur un rythme proche de sa norme de progression de moyen terme (3,9 % sur douze mois et 4,6 % en rythme annuel sur les six derniers mois).

Le développement de l'*épargne contractuelle (P1)* se maintient sur la tendance des mois précédents (11,5 % sur un an). Les principales composantes de P1, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, augmentent au rythme annuel de, respectivement, 13,5 % et 15,1 %.

À fin octobre, la progression annuelle de l'*endettement intérieur total* (4,8 %) reste proche de la tendance des derniers mois. Les financements de marché, dont ceux émis par l'État restent la composante la plus dynamique, ont poursuivi leur croissance à un rythme toujours vif (13,2 % sur un an), tandis que les crédits distribués à l'économie progressaient de façon plus modérée qu'à fin septembre (0,2 %, contre 1,1 %).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Le conflit social

En réaction, notamment, au plan de redressement de la Sécurité sociale proposé par le gouvernement, un important conflit social affecte pendant plus de trois semaines, fin novembre et début décembre, une large partie du secteur public, engendrant en particulier de fortes perturbations dans le domaine des transports et donnant lieu à de nombreuses manifestations, tant à Paris qu'en province.

10 décembre Sans renoncer à l'essentiel de son projet, le Premier ministre annonce la suspension de la commission chargée de préparer la réforme des régimes spéciaux de retraite de la fonction publique et de certaines entreprises publiques ainsi que le gel du contrat de plan entre la SNCF et l'État, dont le contenu fera l'objet d'une concertation avec toutes les parties intéressées.

21 décembre « Sommet social » réunissant l'ensemble des partenaires sociaux et plusieurs représentants du gouvernement sur trois thèmes : la relance de l'activité, l'emploi des jeunes et la réduction du temps de travail. Le Premier ministre annonce quelques mesures visant à stimuler la consommation, en facilitant le déblocage de certains fonds d'épargne ; sur les deux autres sujets, un calendrier de négociations entre syndicats et patronat est simplement fixé.

Les mesures en faveur des universités

4 décembre Le ministre de l'Éducation annonce le déblocage de FRF 360 millions de crédits supplémentaires, le lancement d'un plan d'urgence de FRF 2 milliards et la création de quelque 2 000 postes d'enseignants et 2 000 emplois de personnels administratifs dans les universités.

Les privatisations

5 décembre Lancement de l'offre publique de vente de Pêcheiney, au prix de FRF 187 par action, soit le minimum autorisé par la Commission de privatisation.

Nouvel appel d'offres, après deux tentatives infructueuses, pour la privatisation du groupe RMC (Radio Monte-Carlo).

12 décembre Clôture de l'offre publique de vente de Pêcheiney. L'État retire FRF 3,8 milliards de l'opération et conserve 12 % du capital à titre provisoire.

Les mesures en faveur de l'immobilier de bureau

- 6 décembre** Le ministre de l'Économie et des Finances annonce un plan d'ensemble destiné à résoudre la crise de ce secteur. Outre des mesures fiscales et techniques, il prévoit la création d'un prêt à 6,5 % pour la transformation de bureaux en logements.

Les entreprises publiques

- 15 décembre** Démission de Jean Bergougnoux, président de la SNCF.
- 20 décembre** Nomination de Loïk Le Floch-Prigent, président de Gaz de France, à la tête de la SNCF.
- 27 décembre** Pierre Gadonneix est nommé président de Gaz de France.

Les finances publiques

- 31 décembre** Publication au Journal officiel du collectif budgétaire 1995, de la loi de finances 1996 et de la loi d'habilitation autorisant le gouvernement à procéder par ordonnances pour réformer la protection sociale.

La Banque de France et la politique monétaire

- 7 décembre** La Banque de France ramène le taux de ses opérations sur appel d'offres de 4,80 % à 4,70 %.
- 15 décembre** La Banque de France abaisse le taux des appels d'offres à 4,45 %.
- 21 décembre** La Banque de France réduit d'un quart de point le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours, de 6,10 % à 5,85 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels***Les prévisions d'activité***

- 19 décembre** Selon l'INSEE, le PIB devrait progresser de 2,5 % à 2,6 % en 1995, mais seulement de 1,5 % (en rythme annualisé) au premier semestre 1996. Au cours de cette dernière période, le taux de chômage devrait repasser au-dessus de 12 %. Par ailleurs, l'Institut évalue entre 0,3 point et 0,4 point de PIB perdu les conséquences du conflit social de novembre-décembre sur la croissance au quatrième trimestre.

La production industrielle

- 21 décembre** En octobre, la production industrielle (en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables) a reculé de 1,9 % par rapport à septembre en raison d'une forte baisse de la production énergétique, largement imputable aux conditions météorologiques. La production manufacturière est restée stable d'un mois à l'autre.

Les mises en chantier de logements

22 décembre Selon le ministère du Logement, elles se sont élevées à 264 600 sur les onze premiers mois de l'année, en baisse de 3,6 % sur un an.

La consommation des ménages

27 décembre Après quatre mois consécutifs de baisse, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé en novembre de 4,4 % par rapport à octobre, mois au cours duquel elle avait chuté de 4,3 %. Sur un an, elle affiche une croissance de 1,4 %.

Les immatriculations d'automobiles

1^{er} décembre En novembre, elles marquent un recul de 9,0 % en glissement annuel, après une baisse de 15,1 % en octobre et de 6,3 % en septembre.

L'emploi

6 décembre Selon l'INSEE, l'emploi a progressé de 0,1 % (+ 15 000 postes) au troisième trimestre, ce qui porte sa hausse sur un an à 1,3 % (+ 177 700).

Les salaires

21 décembre Selon le ministère du Travail, le taux de salaire horaire ouvrier a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre, ce qui porte sa progression sur douze mois à 2,3 %.

Les prix

22 décembre Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont progressé en novembre de 0,1 % sur un mois et de 1,9 % sur un an.

Les comptes extérieurs

14 décembre En septembre, la balance des transactions courantes a dégagé un surplus de FRF 2,93 milliards (cvs). Sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 75 milliards, contre 36,5 milliards pour la période correspondante de 1994.

22 décembre En octobre, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 5,9 milliards. Sur les dix premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 85 milliards, contre 66 milliards pour la période correspondante de 1994.

2.2. Étranger

- 6 décembre** Aux États-Unis, recul de 0,5 % en octobre des indicateurs avancés.
En Italie, hausse de 6 % des prix à la consommation sur un an (novembre).
- 7 décembre** En Allemagne, stagnation du PIB au 3^e trimestre et hausse du taux de chômage (9,3 % en novembre, chiffres bruts).
- 8 décembre** Aux États-Unis, publication d'un taux de chômage de 5,6 % en novembre.
- 11 décembre** Au Royaume-Uni, publication de l'indice des prix à la production (+ 4,3 % en glissement annuel en novembre, contre + 4,4 % en octobre).
- 12 décembre** En Allemagne, confirmation de la progression de 1,7 % des prix à la consommation en novembre pour l'ensemble de l'Allemagne (+ 1,5 % pour la partie occidentale).
Aux États-Unis, progression de 0,5 % en novembre des prix à la production (+ 2,0 % sur l'année).
- 13 décembre** Aux États-Unis, progression de 0,8 % des ventes de détail en novembre.
Au Royaume-Uni, réduction de 6,75 % à 6,50 % du taux de base de la Banque d'Angleterre.
Au Royaume-Uni, le taux de chômage ressort à 8 % en novembre ; les ventes de détail ont progressé de 0,6 %.
- 14 décembre** Baisse de taux directeurs de plusieurs banques centrales (Pays-Bas, Belgique, Autriche, Danemark, Irlande, Grèce, Portugal, Espagne, Finlande).
En Allemagne, le Conseil de la Banque fédérale abaisse le taux d'escompte, de 3,5 % à 3,0 %, et le taux Lombard, de 5,5 % à 5,0 %. Les trois prochaines prises en pension hebdomadaires auront lieu à taux fixe, à 3,75 %. La Banque centrale explique cette baisse des taux par la volonté d'orienter l'évolution de M3 sur la voie souhaitée à long terme. La fermeté du dollar et le développement favorable des prix ont également rendu la baisse possible, selon les termes du communiqué.
Aux États-Unis, publication des prix à la consommation en novembre : + 2,8 % en glissement annuel, contre + 2,6 % en octobre.
Au Royaume-Uni, publication de l'indice des prix de détail (inchangé en novembre, traduisant une hausse de 3,1 % en glissement annuel).
En Suisse, abaissement du taux d'escompte de la Banque nationale, de 2,0 % à 1,5 %.
- 15 décembre** Sommet de Madrid : choix du nom de la future monnaie unique européenne (l'euro) et annonce de la décision de convertir l'écu panier en euro sur la base de 1 pour 1 à partir de 1999.
En Autriche, par décision de la Banque nationale, le taux d'escompte est ramené à 3,0 %, contre 3,5 %, soit au même niveau qu'en Allemagne. Le taux Lombard demeure fixé à 5,25 % et le taux des prises en pension (Gomex) à 3,95 %.

Étranger

En Belgique, la Banque nationale abaisse le taux central, de 3,95 % à 3,75 %, le taux des découverts en fin de journée, de 5,2 % à 5,0 %, et le taux des prêts d'urgence, de 8 % à 7 %.

Au Danemark, la Banque nationale diminue de 50 points de base son taux d'escompte et son taux des dépôts pour les ramener à 4,25 %. Le taux des prises en pension est abaissé de 25 points de base, à 4,75 %. Cette décision est motivée par la stabilité de la couronne et les baisses de taux décidées à l'étranger.

En Espagne, la Banque centrale ramène à 9,05 % son taux des prises en pension à 24 heures, précédemment fixé à 9,30 % depuis septembre 1995. Toutefois, le taux directeur officiel (prise en pension à 10 jours) est maintenu à 9,25 % (niveau où il se situait depuis juin 1995, après 8,5 % depuis mars 1995).

En Espagne, publication de l'inflation pour novembre (+ 0,3 %, soit + 4,4 % en rythme annuel).

En Italie, vote de confiance sur le projet de budget.

Aux Pays-Bas, la Banque centrale ramène le taux des avances spéciales de 3,6 % à 3,4 % et le taux des prêts garantis de 3,25 % à 2,75 %.

En Suisse, la Banque nationale réduit le taux d'escompte, de 2,0 % à 1,5 %.

18 décembre En Grèce, la Banque centrale annonce une baisse de ses taux directeurs. Le taux d'escompte est ramené de 18,5 % à 18,0 % et le taux Lombard de 22,0 % à 21,5 %. Toutefois, le taux des pénalités à 24 heures reste fixé à 27 %. La précédente baisse de ces taux remontait à août 1995.

19 décembre Aux États-Unis, abaissement de 25 points de base du taux des *Fed Funds* (de 5,75 % à 5,50 %).

En Finlande, la Banque centrale baisse son taux d'appel d'offres à un mois, de 4,75 % à 4,25 %.

Au Portugal, la Banque centrale réduit de 50 points de base son taux de reprise de liquidités, à 7,75 %, contre 8,25 % précédemment. Le taux des prêts d'urgence, qui constitue la limite supérieure du corridor, est abaissé de 11,0 % à 10,5 %.

20 décembre En Allemagne, progression de M3, en novembre, de 2,0 % en rythme annuel par rapport au quatrième trimestre 1994 (+ 1,7 % en octobre).

En Autriche, la Banque nationale abaisse son taux des prises en pension (Gomex) de 3,95 % à 3,75 %, afin de le ramener au niveau du taux allemand.

Aux États-Unis, le Système de réserve fédérale réduit d'un quart de point, à 5,5 %, le taux objectif des fonds fédéraux (l'argent au jour le jour échangé sur le marché interbancaire) ; lors de la précédente baisse, le 6 juillet, ce taux avait été ramené à 5,75 %. Le taux d'escompte reste inchangé à 5,25 %.

21 décembre En Suède, diminution de 1 % de l'indice des prix en novembre.

22 décembre En Espagne, baisse de 25 points de base du taux des prises en pension (ramené de 9,25 % à 9,0 %).

26 décembre En Allemagne, l'indice préliminaire du coût de la vie ressort à + 1,4 % en novembre en rythme annuel (contre + 1,5 % en octobre).

Étranger

28 décembre Au Danemark, la Banque nationale abaisse son taux des prises en pension de 15 points de base, de 4,75 % à 4,60 %. Toutefois, le taux d'escompte reste fixé à 4,25 %.

2 janvier En Suède, prenant en compte l'évolution des rendements sur les marchés financiers au cours du trimestre écoulé, la Banque centrale réduit, avec effet le lendemain, son taux d'escompte (taux de référence administrative), de 7 % (depuis le 6 octobre 1995) à 6 %. En revanche, les taux d'intervention de la Banque centrale demeurent inchangés : taux des dépôts à 8,0 %, taux des avances à 9,50 %, taux des appels d'offres (prises en pension) à 8,91 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

La conjoncture européenne connaît des tendances divergentes : si l'activité se ralentit en Allemagne et en Espagne, l'orientation est meilleure au Royaume-Uni et en Italie. Au Japon, un redressement partiel s'opère et les perspectives tendent à se dégager. Aux États-Unis — pour lesquels l'évaluation de la situation est toutefois hasardeuse en l'absence momentanée de statistiques —, l'économie continuerait à croître modérément. La hausse des prix est pratiquement stable dans l'ensemble des pays et se situe à des niveaux peu élevés, compris entre 1,5 % et 3,0 %, hormis en Espagne et en Italie. Les taux d'intérêt poursuivent leur détente sur le court terme et le long terme. Dans le cadre d'une stabilité des marchés de change et de l'orientation stricte des politiques budgétaires, les banques centrales veillent à accompagner une conjoncture peu dynamique.

Aux **États-Unis**, la production d'indicateurs économiques officiels a été interrompue depuis près d'un mois en raison de la fermeture de nombreuses administrations, liée aux contraintes de trésorerie d'un État fédéral sans budget. Les statistiques devraient paraître, regroupées, à la mi-janvier. L'activité au mois de décembre aurait pâti de ces paralysies tout en étant intrinsèquement peu dynamique. Les indices d'origine privée traduisent une certaine atonie des transactions. Les ventes d'automobiles ont très faiblement progressé tandis que les marchandises des grands magasins se sont écoulées à un rythme seulement légèrement supérieur à celui du mois précédent.

Au **Japon**, les perspectives s'améliorent dans le secteur manufacturier : la dernière enquête de conjoncture de la Banque du Japon (Tankan), publiée au début du mois de décembre, indique une nette amélioration de la confiance des grandes entreprises manufacturières. Il n'en est pas de même des PME, qui constituent pourtant traditionnellement le moteur des reprises économiques japonaises : de nombreux sous-traitants ont en effet pâti des mesures de restructurations engagées par les grandes entreprises. Le regain d'optimisme du secteur

manufacturier s'est également traduit par une nette amélioration de l'indice précurseur d'activité, qui est repassé en octobre au-dessus de la barre des 50 %, considérée comme charnière entre expansion et récession. Au-delà, les signes de redressement apparaissent ténus : la production industrielle a évolué positivement en octobre et en novembre, mais sans grand dynamisme (1,3 % sur un mois), les mises en chantier de logements ont très légèrement progressé en novembre (+0,1 % sur un an), après neuf mois de baisse, mais la consommation reste déprimée (-1,7 % sur un an en octobre, après -0,2 % en septembre, pour les dépenses réelles des ménages) et le chômage en hausse (3,4 % en novembre, contre 3,2 % en octobre et 2,9 % il y a un an). Les excédents extérieurs continuent de se résorber, le volume des importations s'accroissant à un rythme beaucoup plus rapide que celui des exportations : sur onze mois, exprimés en dollars, l'excédent commercial s'est contracté de 12,3 % et celui des paiements courants de 11,9 %.

En **Allemagne**, le ralentissement de l'activité s'est accentué. L'Office fédéral de la statistique a publié pour la première fois des comptes nationaux pour l'ensemble du pays.

Selon les premières estimations, le PIB pan-allemand s'est accru de 1,9 % en 1995, après 2,9 % en 1994. Dans la partie occidentale, la croissance est revenue de 2,4 % en 1994 à 1,5 % et dans la partie orientale de 8,5 % à 6,3 %.

Au sein de la demande intérieure, seule la FBCF-logement a été moins bien orientée qu'en 1994, progressant de 1,9 %, contre 7,8 % en 1994. La consommation privée a progressé de 1,3 % (0,9 % en 1994), les augmentations salariales ayant compensé la hausse sensible des prélèvements fiscaux. La consommation publique a apporté un soutien plus important. L'investissement des entreprises, qui avait reculé de 1,2 % en 1994, s'est légèrement redressé (1,5 %). La progression des exportations s'est affaiblie en 1995, revenant de 7,5 % à 3,7 %, comme celle des importations (de 7,1 % à 3,1 %).

La production industrielle s'est accrue de 0,1 % en novembre 1995, après une diminution de 1,1 % en octobre. En glissement annuel, son recul s'est toutefois accentué à -3,8 % en novembre, contre -3,3 % en octobre. Malgré une progression mensuelle de 0,8 %, les commandes à l'industrie ont reculé de 6,5 % en glissement annuel en novembre (-6,1 % fin octobre) sous l'influence du repli marqué des ordres reçus de l'étranger (-3,3 %, après +2,8 %) et des commandes domestiques (-3,6 %, contre -3,8 %). Le ralentissement de l'activité s'est traduit par une nette dégradation du marché du travail. Dans l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage cvs est passé de 9,7 % en novembre à 9,9 % en décembre. Dans la partie occidentale, le taux de chômage s'est établi à 8,6 %, contre 8,5 % en novembre et dans la partie orientale à 15,2 %, contre 14,7 %. En moyenne sur l'année, le taux de chômage pan-allemand s'est élevé à 9,5 % contre 9,6 % en 1994.

Le déficit courant s'est creusé en octobre, s'établissant à 4,1 milliards de deutschemarks, contre 2,9 milliards en septembre, en dépit du renforcement de l'excédent commercial, passé de 8,1 milliards à 8,5 milliards. En cumul sur les dix premiers mois de l'année 1995, le solde courant s'est établi à -21,8 milliards de deutschemarks (contre -28 milliards de janvier à octobre 1994) et l'excédent commercial cumulé à 76,1 milliards (contre 61,5 milliards pour la période correspondante de 1994).

Au **Royaume-Uni**, les derniers indicateurs disponibles témoignent d'une meilleure orientation de la conjoncture. La production industrielle, qui avait diminué de 0,8 % en octobre, a progressé de 0,5 % en novembre, sa hausse sur un an s'établissant à 1,9 % (après 0,6 %). Cependant, la seule production manufacturière a stagné, son glissement annuel revenant de 1,0 % à 0,5 %. Les ventes au détail ont progressé de 0,6 %, après être restées stables en octobre, leur glissement annuel passant de 0,3 % à 1,1 %. Le taux de chômage, inchangé à 8,1 % de la population active en septembre et octobre, est revenu à 8,0 %. Le déficit commercial s'est sensiblement approfondi en octobre, à 1,66 milliard de livres sterling, après 972 millions en septembre. Il s'agit du déficit le plus élevé depuis décembre 1992. Cumulé sur les dix premiers mois de l'année, il atteint 10,1 milliards de livres sterling, soit une progression de 18,8 % par rapport à la même période de l'année précédente.

En **Italie**, la croissance s'accélère nettement, le PIB progressant au troisième trimestre de 2,0 %, après une baisse de 0,1 % au deuxième trimestre, traduisant une hausse de 3,4 % en glissement annuel, après 3,1 %. Cette accélération est essentiellement imputable à la reprise notable de la demande intérieure, qui a progressé de 2,6 % au troisième trimestre, après une baisse de 0,6 % au deuxième, sous l'effet d'un fort mouvement de restockage, l'investissement et la consommation privée se ralentissant. Les exportations ont reculé, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 1993, de 0,4 %, après, il est vrai, une très forte hausse au deuxième trimestre 1995 (+4,1 %). Toutefois, dans le même temps, le moindre dynamisme de la consommation et de l'investissement s'est traduit par un net ralentissement des importations, qui n'ont progressé que de 1,6 %, après 2,6 % au deuxième trimestre. L'acquis de croissance pour 1995 est d'ores et déjà de 3,5 %. Cependant, l'emploi reste pour l'instant largement insensible à l'accélération de l'activité, le taux de chômage ayant atteint 12,1 % en octobre, après 11,7 % en juillet.

En **Espagne**, la croissance s'est ralentie au troisième trimestre, le PIB progressant de 0,4 % à 0,8 %, ce qui ramène le glissement annuel à 2,9 %, contre 3,1 % au deuxième trimestre. Ce tassement de la croissance est essentiellement attribuable à une modération de la reprise de la consommation privée, qui passe, en glissement annuel, de 1,9 % à 1,7 %, ainsi qu'à l'investissement, dont la hausse s'est quelque peu atténuée, tout en restant substantielle (9,5 % au troisième trimestre, après 9,7 % au deuxième). Les exportations nettes sont de plus en plus négatives, les importations maintenant leur progression à 11,4 %, tandis que le dynamisme des exportations faiblit, avec une hausse en glissement annuel de 10,4 % au troisième trimestre, après 10,6 % au trimestre précédent. L'acquis de croissance pour les trois premiers trimestres de 1995 atteint 2,8 %.

Le déficit de la balance commerciale a atteint au cours des dix premiers mois de l'année 2 506 milliards de pesetas, contre 2 080 milliards pour la même période de 1994.

En dépit du ralentissement de la croissance, le taux de chômage est resté orienté à la baisse, atteignant 15,1 % en décembre, contre 15,4 % en novembre. Sur l'ensemble de l'année, il s'est situé à 15,8 %, contre 17,3 % en 1994.

La hausse des **prix à la consommation** n'a pratiquement subi aucune évolution : si le glissement annuel est revenu, entre novembre et décembre, de 4,4 % à 4,3 % en Espagne et de 6,0 % à 5,8 % en Italie, il est passé en Allemagne de 1,7 % à 1,8 %, et est resté stable à 1,5 % en Belgique.

Les **taux d'intérêt** à court terme se sont repliés sous l'effet de la baisse des taux directeurs de plusieurs banques centrales. Sur l'échéance de trois mois, ils ont reculé dans tous les pays, entre novembre et décembre, les diminutions s'étagant de 8 points de base en Allemagne jusqu'à 23 points de base en Espagne. Dans le compartiment du long terme, la détente se poursuit également de façon marquée, facilitée par l'orientation rigoureuse des finances publiques.

3.2. L'évolution des principales devises

Si le dollar a peu varié contre deutschemark, il s'est en revanche apprécié de 1,60 % vis-à-vis du yen. Ce dernier a également reculé contre les devises européennes en raison de la réallocation d'actifs vers des titres libellés en devises à rendement plus élevé. Au sein du Système monétaire européen, le franc s'est nettement raffermi entre le début et la fin de la période sous revue et le deutschemark s'est légèrement replié contre les autres monnaies participantes à la suite de la baisse des taux directeurs en Allemagne.

Le **dollar** a évolué dans un couloir relativement étroit contre deutschemark mais s'est nettement replié contre franc. Il a bénéficié en début de période du repli assez général du deutschemark et de la bonne tenue des marchés boursier et obligataire américains ; ce dernier a été soutenu par la publication de plusieurs statistiques indiquant un relatif ralentissement de la croissance américaine (le chômage est ressorti en progression à 5,6 %, et les prix à la consommation sont passés en glissement annuel de + 2,8 % en octobre à + 2,6 % en novembre) et par la décision du Comité fédéral de l'open-market de baisser le taux des Fed funds de 25 points de base, de 5,75 % à 5,50 %. Toutefois, en fin de période, et dans des marchés très peu liquides en raison de la fin de l'année, le dollar s'est replié, en liaison avec les difficiles négociations entre le président Clinton et le Congrès sur le budget américain.

Le **yen** s'est sensiblement replié contre franc, deutschemark et dollar après sa nette hausse du mois précédent, en raison des réallocations d'actifs vers des titres libellés dans des devises à rendement plus élevé.

En France, l'attention des opérateurs s'est concentrée en décembre sur la situation sociale. Le **franc français**, après avoir temporairement atteint un point bas de 3,4830 pour 1 deutschemark le 4 décembre et s'être à nouveau

replié après les manifestations du 12 décembre, s'est repris. Les opérateurs estimaient en effet que le Premier ministre, qui avait fait quelques concessions (suspension des travaux de la Commission Le Vert chargée d'examiner la réforme des régimes de retraite et report de la signature du contrat de plan SNCF), ne céderait pas sur la réforme de la Sécurité sociale. Cette réforme est considérée par les marchés financiers comme essentielle pour que la France respecte le critère déficit/PIB fixé par le traité de Maastricht, et qu'elle soit apte à participer à la monnaie unique en 1999. En fin de période, le franc a poursuivi son raffermissement avec la fin du mouvement de grève dans le secteur public et a clôturé contre deutschemark à 3,4180. L'excédent des paiements courants est ressorti à 2,9 milliards de francs en septembre (contre 1,65 milliard en août). Dans ce contexte, le Conseil de la politique monétaire a décidé de baisser les taux directeurs : le taux des appels d'offres a été abaissé en deux étapes, de 4,80 % à 4,45 %, et le taux des pensions à 5-10 jours est passé de 6,10 % à 5,85 %. Les taux à court terme se sont, eux aussi, détendus (le taux euro à trois mois a clôturé à 4,92 %, contre 6,20 % le 1^{er} décembre) et l'écart OAT-*Bund* s'est réduit (de 90 au maximum le 4 décembre à 61 en fin de période). La publication des statistiques sur la production industrielle, en recul de 1,9 % en octobre, et sur la révision à la baisse des prévisions de croissance de l'INSEE pour le premier semestre 1996 (+ 1,5 % en rythme annuel) n'a pas eu d'impact notable sur la tenue de la monnaie française.

Le **deutschemark** s'est quelque peu replié contre la plupart des autres devises européennes après la baisse de 50 points de base du taux d'escompte (ramené de 3,5 % à 3,0 %) et du taux Lombard (de 5,5 % à 5,0 %) et l'annonce que les trois prochains appels d'offres hebdomadaires se feraient au taux fixe de 3,75 %. La Banque fédérale a justifié son geste par le ralentissement de la croissance de la masse monétaire M3 (2 % de progression en rythme annuel, en novembre, par rapport au dernier trimestre 1994) et par les perspectives favorables en matière d'inflation (celle-ci est en effet ressortie à + 1,4 % en rythme annuel en décembre).

La décision de la Banque fédérale d'Allemagne a été suivie par une diminution des taux directeurs de nombreuses autres banques centrales européennes (Pays-Bas, Belgique, Autriche, Danemark, Irlande, Grèce, Portugal, Espagne, Finlande).

L'**écu**, qui avait profité en tout début de période de l'annonce par le conseil des ministres de l'Économie et des Finances de l'Union européenne d'une conversion au pair des dettes en écu contre monnaie unique, s'est ensuite replié. Il a toutefois bénéficié par la suite des résultats du sommet de Madrid : la monnaie unique s'appellera l'euro, les participants à la monnaie unique seront choisis début 1998 et les emprunts publics seront émis en monnaie unique dès le début 1999.

La **livre sterling** a légèrement fléchi dans le sillage du dollar et malgré la publication de plusieurs statistiques favorables : le taux de

chômage s'est inscrit en baisse (à 8 % de la population active en novembre) et les ventes au détail ont progressé de 0,6 % sur la même période. La réduction du taux de base de la Banque d'Angleterre (de 6,75 % à 6,50 %), qui était largement anticipée par les marchés, n'a pas affecté la livre sterling de façon significative.

Le **franc suisse** s'est quelque peu apprécié ; M. Lusser, gouverneur de la Banque nationale suisse, a d'ailleurs indiqué qu'il estimait que la devise suisse était surévaluée. La Banque centrale a abaissé son taux d'escompte, de 2,0 % à 1,5 %.

La **lire** a enregistré une évolution heurtée, influencée principalement par le déroulement de l'examen du projet de budget par le Parlement. En effet, l'annonce que le parti de M. Berlusconi, Forza Italia, ne voterait pas la confiance demandée par le gouvernement a entraîné un repli momentané de la devise italienne. Par la suite, en revanche, l'adoption du projet de budget a permis à la lire de se redresser sensiblement.

À l'inverse du mois précédent, la **couronne suédoise** s'est globalement dépréciée contre deutschemark sur la période, en liaison avec des anticipations de baisse des taux directeurs en début de mois. La publication de statistiques favorables (la croissance du PIB a été de 4,4 % en glissement annuel au troisième trimestre et l'indice des prix a baissé de 1 % en novembre) et la décision de M. Persson, ministre des Finances, de poser sa candidature au poste de Premier ministre n'ont permis qu'une reprise partielle de la devise suédoise.

L'évolution des principales devises

COURS DE CHANGE À PARIS*(en francs)*

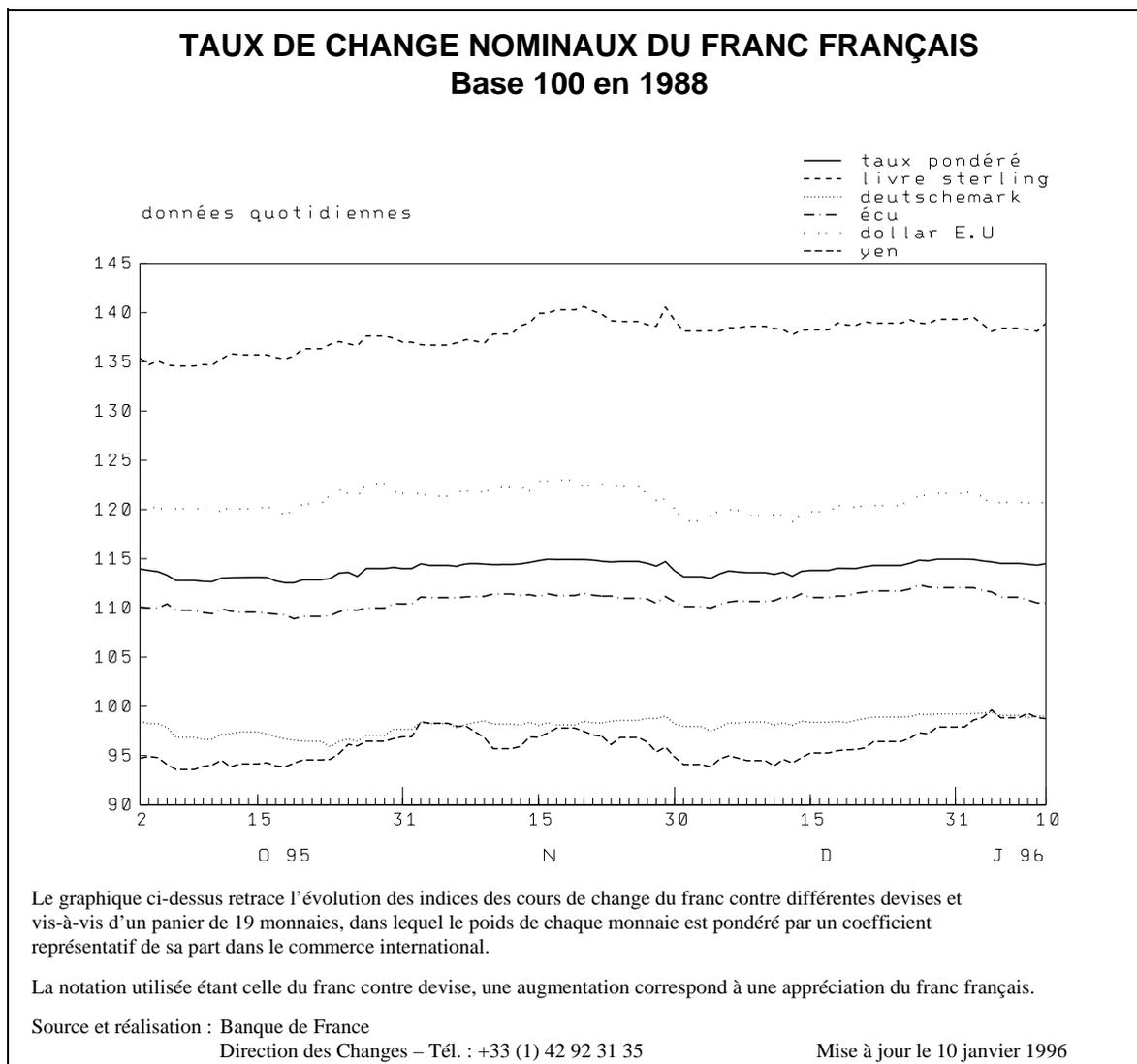
Principales monnaies étrangères à Paris		30 novembre 1995	29 décembre 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	4,962	4,90	- 1,25
Écu privé.....	1 XEU	6,3605	6,2785	- 0,29
Allemagne.....	100 DEM	345,31	341,82	- 1,01
Belgique.....	100 BEF	16,7975	16,641	- 0,93
Pays-Bas	100 NLG	308,37	308,41	- 0,96
Danemark.....	100 DKK	89,17	88,27	- 1,01
Espagne.....	100 ESP	4,048	4,036	- 0,30
Portugal.....	100 PTE	3,295	3,275	- 0,61
Irlande.....	1 IEP	7,8785	7,849	- 0,37
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,606	7,601	- 0,07
Italie	1000 ITL	3,11	3,092	- 0,58
Grèce.....	100 GRD	2,0955	2,067	- 1,36
Suède	100 SEK	75,99	74,05	- 2,55
Finlande	100 FIM	116,02	112,65	- 2,90
Autriche	100 ATS	49,075	48,582	- 1,00
Norvège	100 NOK	78,27	77,48	- 1,01
Suisse	100 CHF	425,34	425,68	0,08
Japon.....	100 JPY	4,9017	4,7495	- 3,11

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES*(en pourcentage)*

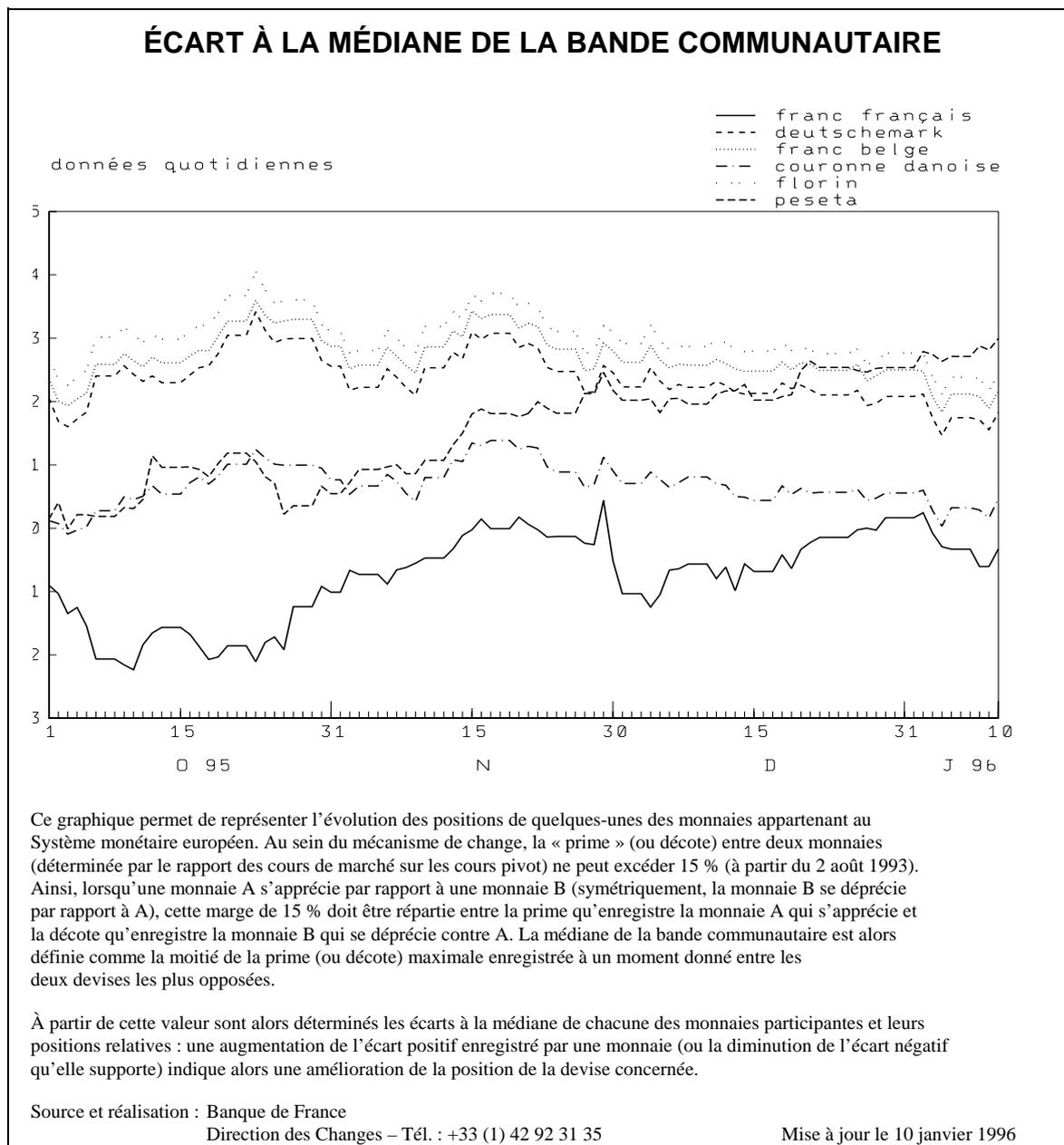
	1 mois		3 mois	
	30 novembre 1995	29 décembre 1995	30 novembre 1995	29 décembre 1995
Dollar	5,875	5,625	5,813	5,563
Livre sterling	6,75	6,562	6,50	6,437
Deutschemark	4,00	3,813	3,875	3,75
Franc suisse	2,25	1,687	2,00	1,687
Franc français	6,25	4,82	6,25	4,92

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

Mise à jour le 29 décembre 1995

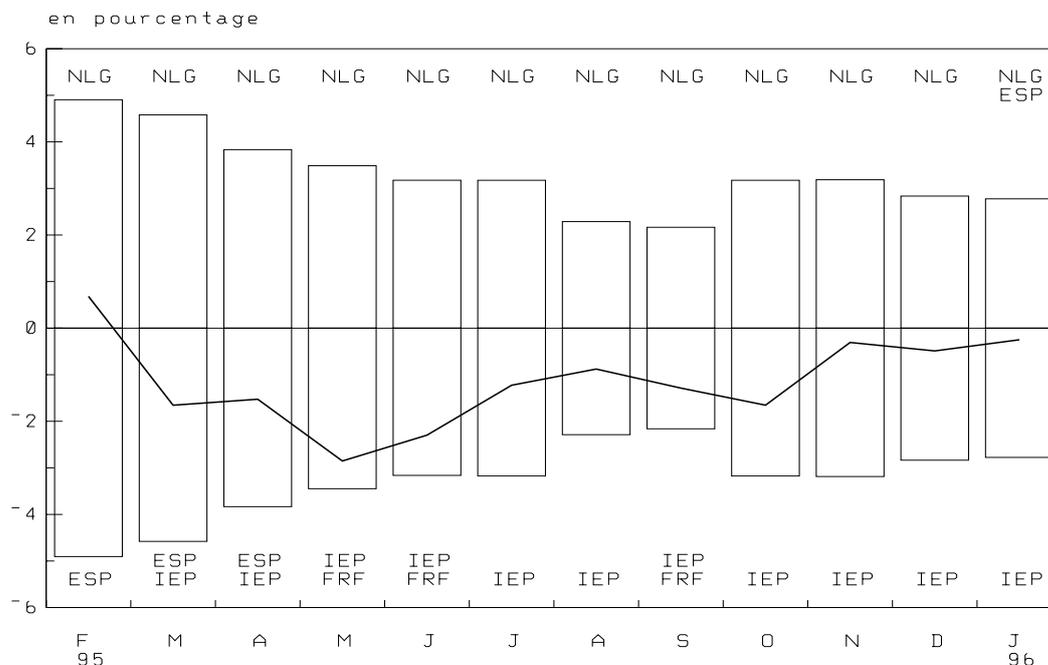


Au cours de la période, le franc français est resté relativement stable par rapport au deutschemark. Vis-à-vis de l'écu, après le raffermissement enregistré en décembre, la monnaie française s'est inscrite en baisse durant les premiers jours de l'année 1996. Face au dollar et à la livre sterling, le franc a peu varié d'une fin de période à l'autre. De son côté, le yen s'est nettement replié en décembre, puis il s'est stabilisé.



La position relative du franc français au sein du Système monétaire européen s'est, jusqu'à fin décembre, régulièrement rapprochée de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. Elle s'en est quelque peu écartée en tout début d'année. Dans le même temps, la situation de la peseta s'est notablement améliorée et, en fin de période, l'Espagne se situe en tête des pays participant au mécanisme de change européen.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

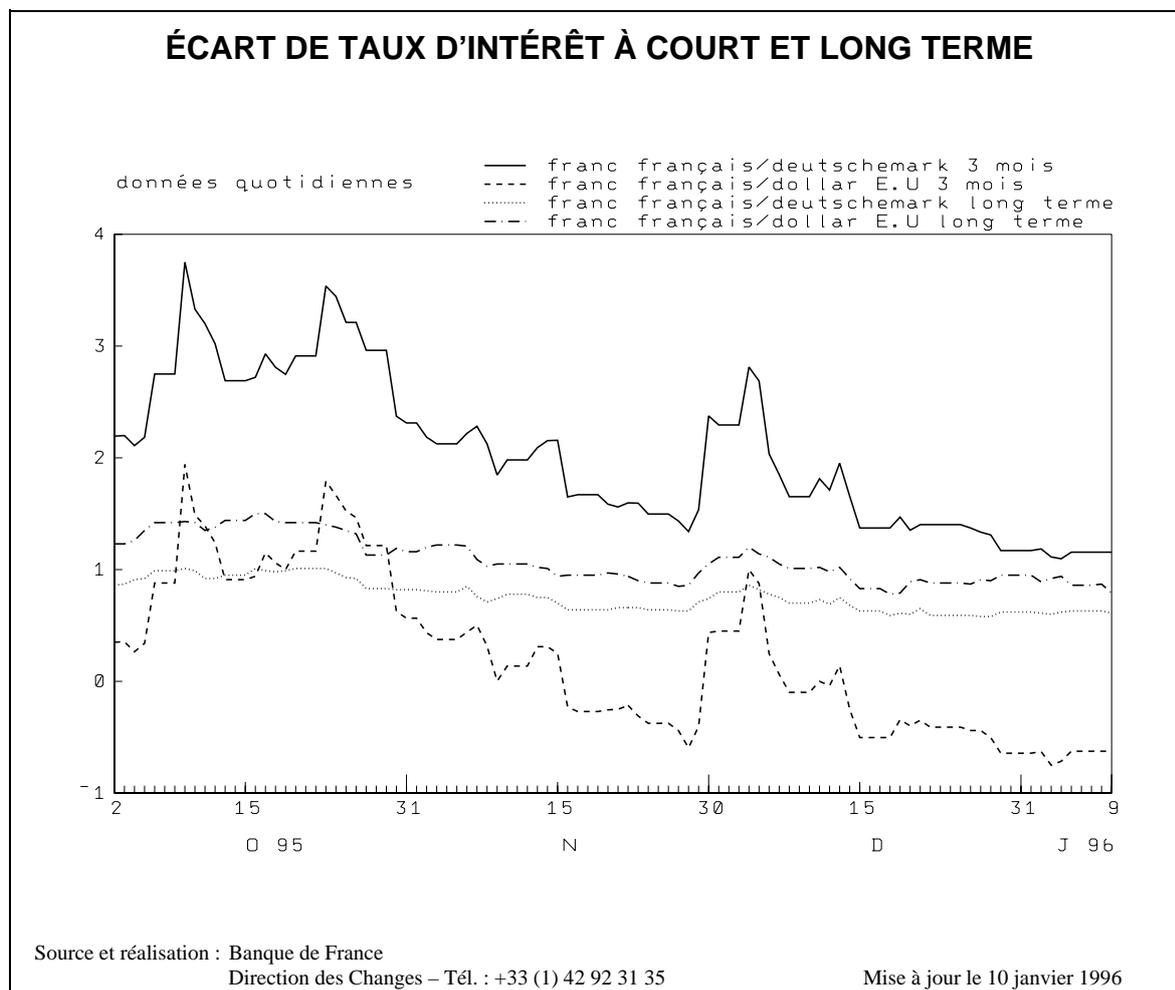
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 10 janvier 1996

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin néerlandais et la peseta ont été durant le mois de décembre en opposition avec la livre irlandaise, qui a enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Globalement, l'écart entre les extrêmes a peu varié.



Après la hausse brutale observée fin novembre-début décembre, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands a régulièrement diminué pour s'établir, en fin de période, à son niveau le plus bas depuis fin février 1995. Ces mouvements s'expliquent en quasi-totalité par les variations des taux français. De même, l'accroissement de l'écart de taux à court terme entre la France et les États-Unis, enregistré en début de période, a été progressivement effacé par la suite.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, les écarts entre taux français et allemands d'une part, taux français et américains d'autre part, ont relativement peu varié d'une fin de période à l'autre.

3.3. Le marché de l'or

Le cours de l'once d'or est resté confiné entre 385 dollars et 390 dollars. Il a été limité dans sa progression par les ventes à terme des producteurs et dans sa baisse par une demande physique particulièrement soutenue en fin d'année. Sur le marché des prêts d'or, les tensions se sont graduellement apaisées. Toutes les maturités se sont détendues, les taux restant

cependant à des niveaux supérieurs à ceux observés avant la crise. Ainsi, au cours du mois de décembre, les taux à 3 mois sont revenus de 6,0 % à 2,65 %, ceux à 6 mois de 5,0 % à 2,45 % et enfin ceux de 1 an de 3,0 % à 2,25 %. Cette décre des rendements trouve essentiellement sa source dans des rachats de positions vendeuses à terme par certains producteurs.

COURS DE L'OR			
	Au 30 novembre 1995	Au 29 décembre 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	61 400,00	60 900,00	- 0,81
Lingot (le kg).....	61 750,00	61 400,00	- 0,57
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	354,00	349,00	- 1,41
Vreneli	355,00	346,00	- 2,54
Union latine	355,00	350,00	- 1,41
Souverain.....	450,00	447,00	- 0,67
20 dollars	125,00	112,00	- 10,40
Peso mexicain.....	2 260,00	2 200,00	- 2,65
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	387,80	386,70	- 0,30
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			
			Mise à jour le 29 décembre 1995

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en décembre 1995

Les indicateurs

En décembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une hausse de 0,1 %, comme en novembre. En glissement sur un an, la hausse des prix a été de 2,1 % (contre 1,9 % en novembre) ; en moyenne annuelle, elle s'établit à 1,7 %, comme en 1994.

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 1995 font ressortir une augmentation du PIB de 0,2 % en volume, comme le trimestre précédent (après 0,7 % au premier trimestre).

L'activité dans le BTP s'est nettement repliée au cours du quatrième trimestre ; elle a reculé sur un an. Le nombre de logements commencés au cours des onze premiers mois de l'année s'inscrit en baisse de 3,6 % par rapport à la période correspondante de 1994 (résultats provisoires).

Les effectifs salariés de l'ensemble des secteurs marchands non agricoles ont progressé de 0,1 % au troisième trimestre, après + 0,4 % au deuxième, pour atteindre 13 401 200 emplois, soit un accroissement d'environ 15 000 emplois (le champ de l'emploi salarié, tel qu'il est désormais défini ne correspond plus tout à fait à l'ancien champ des « secteurs marchands non agricoles » — 14,7 millions de salariés — ; en particulier, il ne comprend pas les salariés de la santé et de l'action sociale).

En octobre, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'Agence nationale pour l'emploi (ANPE) — catégorie 1 — est passé à 2 961 800 personnes, en hausse de 0,3 % sur le mois (contre + 1,0 % en septembre). Sur un an, le nombre de demandeurs diminue, toutefois, de 4,3 % (contre - 4,8 % à fin septembre).

Le taux de chômage, au sens du BIT, s'établit à 11,5 %, comme le mois précédent. Sur un an, il a fléchi de 0,7 point.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, en décembre, la production industrielle a enregistré un net recul. Le fléchissement a été surtout marqué dans l'automobile, les biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, les biens de consommation ; dans les biens d'équipement professionnels et dans l'industrie agro-alimentaire, l'activité est restée à peu près stable.

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 15 janvier 1996

En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a enregistré un recul. Le fléchissement a été surtout marqué dans l'automobile, les biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, les biens de consommation ; dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires, l'activité est restée à peu près stable. Le *taux d'utilisation* des capacités de production n'a pas varié.

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 15 janvier 1996

La *demande globale* s'est repliée. Sur le marché intérieur, l'affaiblissement de la demande finale, déjà observé au cours des mois précédents, s'est accentué en décembre, en liaison, notamment, avec les mouvements sociaux. En outre, les commandes étrangères — surtout celles qui émanent des pays européens — se sont contractées dans la plupart des grandes branches de l'industrie, à l'exception des biens d'équipement professionnels où des progrès ont encore été enregistrés.

**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 15 janvier 1996

Les *carnets de commandes* apparaissent peu garnis dans l'ensemble. Ils sont jugés insuffisants dans les biens intermédiaires et les biens de consommation mais proches de la normale dans les biens d'équipement professionnels et, à un moindre titre, dans les industries agro-alimentaires. Les *stocks* sont toujours considérés comme supérieurs à la normale dans la plupart des secteurs et, en particulier, dans l'industrie automobile.

**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 15 janvier 1996

À *court terme*, un redressement de la production est attendu dans plusieurs secteurs, sauf dans l'automobile où un nouveau repli devrait se produire.

Les *prix* des produits finis sont demeurés stables dans l'ensemble. Des baisses ont été observées dans certains secteurs des biens intermédiaires (papier-carton, première transformation de l'acier et chimie organique) et des biens d'équipement professionnels (construction aéronautique et navale, matériel professionnel électrique et matériel informatique de bureau).

Les programmes d'*investissement* pour 1996 demeurent, pour l'instant, d'une ampleur limitée et sont, en tout état de cause, très ciblés. Un certain attentisme prévaut toujours dans l'expectative d'une reprise de la demande finale.

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 15 janvier 1996

L'*activité commerciale* a fléchi en décembre ; les résultats du bimestre novembre-décembre s'inscrivent en retrait par rapport à la période correspondante de 1994.

L'*activité du BTP*¹ s'est nettement repliée au cours du quatrième trimestre ; elle a reculé sur un an.

Les *effectifs* se sont de nouveau contractés dans la plupart des secteurs de l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils sont restés stables ; le recul a encore été particulièrement marqué dans l'automobile et les biens intermédiaires comme, dans une moindre mesure, dans les biens de consommation. Les chefs d'entreprise ont toujours recours à l'intérim et aux contrats à durée déterminée qui permettent d'adapter précisément les effectifs employés aux évolutions de la demande.

¹ En données brutes

4.2. La balance des paiements en octobre 1995

Au mois d'octobre, l'excédent du *compte des transactions courantes* s'est élevé à 4,5 milliards de francs (+ 2,3 milliards en données cvs), après + 6,3 milliards en septembre. Le solde des échanges de marchandises a été positif de 8,7 milliards de francs en données (brutes) douanières et celui des biens en balance s'est établi à 5,6 milliards.

Les opérations de répartition (revenus et transferts) ont été déficitaires de 9,5 milliards de francs (contre - 5,6 milliards en moyenne au cours des douze derniers mois), alors que les services (y compris les voyages) restent excédentaires (+ 7,2 milliards de francs).

Sur les douze derniers mois, le compte de transactions courantes a ainsi dégagé un surplus de près de 83 milliards de francs. Sur les dix mois de 1995, l'excédent est de 73,7 milliards de francs ; compte tenu de cet acquis et des corrections ultérieures faites par les Douanes sur les chiffres publiés, l'excédent de l'année se situerait à environ 80 milliards de francs.

Compte tenu d'erreurs et omissions nettes de - 1,6 milliard de francs, le *compte financier* a enregistré en octobre des sorties nettes de 2,9 milliards. Les flux financiers à long terme se sont soldés par des sorties nettes de 21,7 milliards de francs du fait des investissements de portefeuille pur de - 26,8 milliards de francs (dont 6 milliards pour les achats nets de titres étrangers par les résidents et 21 milliards pour les cessions nettes de titres français par les non-résidents).

Le solde des flux financiers à court terme — hors avoirs de réserve — s'est inscrit à + 18,6 milliards de francs, essentiellement par compensation entre les sorties du secteur bancaire (- 33,5 milliards) et les entrées (42,9 milliards) au titre des autres secteurs (OPCVM, entreprises, ménages et administrations publiques).

Au cours des 12 derniers mois, des sorties nettes de capitaux de 48,4 milliards de francs ont été enregistrées dans le compte financier, incluant un accroissement des avoirs de réserve de 10 milliards.

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

	Année 1994 (a)	Juin 1995 (b)	Juillet 1995 (c)	Août 1995 (c)	Septembre 1995 (c)	Octobre 1995 (c)	10 mois de 1994 (a)	10 mois de 1995 (c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES.	44 743	15 087	5 347	-2 789	6 274	4 526	35 896	73 731
– dont : Biens et services.....	146 649	16 897	15 877	5 567	10 487	14 015	119 982	124 177
COMPTE DE CAPITAL.....	-25 537	36	-26	4	-153	-8	-3 693	-967
COMPTE FINANCIER	-42 522	-32 171	11 526	1 354	1 944	-2 929	-58 839	-64 671
Flux financiers (hors avoirs de réserve).....	-29 017	-32 167	11 929	2 075	1 949	-3 083	-52 138	-61 523
<i>Long terme</i>								
– Investissements directs	332	-1 941	-1 274	-5 189	1 789	206	-7 609	-8 709
– Investissements de portefeuille.....	-308 187	-14 663	-4 379	4 241	-4 197	-26 807	-286 495	-60 879
– Autres investissements	51 917	-805	6 396	-2 148	5 820	4 883	31 629	4 735
<i>Court terme</i>								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques.....	-56 652	2 320	2 972	20	1 419	9 171	-63 272	13 498
– Secteur bancaire.....	273 247	-45 444	-13 837	-9 017	18 188	-33 465	294 094	128 615
– Autres secteurs.....	10 326	28 366	22 051	14 168	-21 070	42 929	-20 485	118 447
Avoirs de réserve (bruts)	-13 505	-4	-403	-721	-5	154	-6 701	-3 148
ERREURS ET OMISSIONS NETTES.....	23 316	17 048	-16 847	1 431	-8 065	-1 589	26 636	-8 093

(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 4 janvier 1996

4.2.1. Les résultats du mois d'octobre 1995**4.2.1.1. Le compte de transactions courantes**

(en données cvs)

L'excédent des transactions courantes, qui s'était sensiblement redressé en septembre (2,9 milliards de francs, après 1,6 milliard en juillet et en août), enregistre en octobre un léger fléchissement, à 2,3 milliards de francs, imputable à un repli de l'excédent dégagé par les échanges de *biens* et à un élargissement du déficit des *revenus d'investissements*, l'excédent des *services* étant pour sa part orienté à la hausse. Sur les dix premiers mois de l'année, le solde double par rapport à la période correspondante de 1994 (+ 77,4 milliards de francs, au lieu de + 39,2 milliards), sous l'effet du renforcement de l'excédent du poste *biens* et de l'allègement des déficits recensés en *revenus* et en *transferts*.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE				
Compte de transactions courantes				
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>				
	Septembre 1995 (a)	Octobre 1995 (a)	10 mois de 1994 (b)	10 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...	6 274	4 526	35 896	73 731
<i>Biens</i>	2 601	5 614	32 200	46 960
– Marchandises générales.....	2 466	5 233	25 933	41 994
<i>Services</i>	6 486	7 201	63 755	62 788
– Transports	-331	498	-2 622	-1 625
Transports maritimes	-479	-372	-5 372	-4 506
Transports non maritimes	148	870	2 750	2 881
– Voyages	4 583	4 392	52 083	49 249
– Services techniques	1 094	982	5 556	2 869
– Autres services	392	53	-1 401	-552
<i>Autres biens et services</i>	1 400	1 200	24 027	14 429
<i>Revenus</i>	424	-5 741	-49 831	-28 387
<i>Transferts courants</i>	-4 637	-3 748	-34 255	-22 059
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques.....	-4 277	-4 339	-30 151	-18 751
<i>(en données cvs – en millions de francs)</i>				
	Septembre 1995 (a)	Octobre 1995 (a)	10 mois de 1994 (b)	10 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES ...	2 938	2 343	39 217	77 391
<i>Marchandises générales</i>	4 219	915	26 713	43 709
<i>Services</i>	5 979	8 124	64 170	64 252
– Transports maritimes.....	-549	-371	-5 581	-4 669
– Transports non maritimes.....	49	711	2 823	2 978
– Voyages	4 554	5 048	50 920	48 350
<i>Autres biens et services</i>	1 271	1 173	24 385	14 634
<i>Revenus</i>	-1 395	-7 167	-46 200	-25 488
(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 4 janvier 1996

Évolution du commerce extérieur de marchandises

(source Douanes)

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

Tout en demeurant nettement excédentaire en octobre (+ 5,9 milliards de francs), le solde du commerce extérieur s'inscrit en repli, tant par rapport au mois précédent (+ 7,8 milliards de francs) qu'au regard du solde moyen des six derniers mois (+ 7,4 milliards de francs).

Ce résultat s'explique, d'un mois à l'autre, par une contraction des flux plus prononcée pour les exportations (- 3,8 %) que pour les importations (- 2,3 %).

Depuis le deuxième trimestre, le rythme de progression des échanges tend à décélérer. En effet, au premier trimestre et par rapport à la même période de 1994, la croissance des exportations dépassait de trois points celle des importations (+ 15 %, contre + 12 %), alors que, d'avril à octobre et par rapport aux mêmes mois de 1994, la croissance des exportations égale celle des importations (+ 8 %). Cette évolution des exportations résulte de la concentration, au cours des premiers mois de 1995, des ventes liées aux grands contrats de biens d'équipement professionnels, notamment dans le secteur aéronautique.

Le solde cumulé des dix premiers mois excède de presque 20 milliards de francs celui de la même période de 1994 (+ 85,4 milliards de francs, contre + 66,2 milliards).

*Répartition géographique : repli prononcé des échanges avec les pays de l'Union européenne**et diminution de l'excédent vis-à-vis des autres zones économiques**(en données CAF-FAB cvs)*

- D'un mois à l'autre, les échanges avec l'Union européenne accusent un repli, qui affecte la plupart des flux bilatéraux et atteint, globalement, 4,8 % pour les exportations et 4,5 % pour les importations. Dans ces conditions, l'excédent envers la zone revient à 2,6 milliards de francs, contre 3 milliards en septembre.

Avec l'Allemagne, les exportations se contractent de 7 % et les importations de 5 %, le solde continuant d'osciller autour de l'équilibre. Les principales variations enregistrées vis-à-vis des autres partenaires européens se compensent : sensible accroissement de l'excédent avec l'Espagne (+ 1,5 milliard de francs, contre + 0,3 milliard) dû à un tassement des importations (- 15 %), atténuation de l'excédent envers le Royaume-Uni (+ 1,9 milliard de francs, contre + 2,3 milliards), alourdissement du déficit à l'égard des Pays-Bas (1 milliard de francs, contre 0,4 milliard).

En comparant les dix premiers mois de 1995 aux mois correspondants de 1994, on remarquera le dynamisme des échanges avec les pays de l'Union européenne (+ 11 % dans les deux sens), particulièrement avec l'Allemagne (environ + 14 %) et avec l'Espagne. On notera par ailleurs une vive poussée des exportations à destination de l'Italie (+ 14 %) et des importations en provenance des Pays-Bas (+ 15 %).

L'excédent avec les pays de l'Union européenne progresse de quelque 2,5 milliards de francs, compte tenu notamment d'un quasi-retour à l'équilibre avec l'Italie, contre un déficit de 7 milliards de francs l'année précédente, évolution qui dénote surtout une nette reprise de la demande intérieure et notamment des investissements dans ce pays depuis la fin 1994.

Inversement, le déficit avec les Pays-Bas devient plus accusé (- 6,2 milliards de francs, contre - 2,8 milliards) et l'excédent vis-à-vis du Royaume-Uni, le plus élevé parmi les résultats intracommunautaires, revient de 20,8 milliards de francs à 19,2 milliards. Enfin, le déficit envers l'Allemagne est stable d'une année à l'autre (- 3,8 milliards de francs, au lieu de - 3,5 milliards).

– Le déficit avec les *autres pays de l'OCDE* s'accroît d'un mois à l'autre, passant de 2 milliards de francs à 2,9 milliards, sous l'effet cumulé d'une diminution de 2 % des exportations et d'une augmentation de 3 % des importations. On retiendra pour l'essentiel l'approfondissement du déficit à l'égard du *Japon* (– 2,1 milliards de francs, contre – 1 milliard), en raison d'une chute de 37 % des exportations.

Depuis le début de l'année, les échanges avec les *autres pays de l'OCDE* se révèlent moins dynamiques qu'avec les pays de l'Union européenne, ne progressant que de 2,7 % pour les exportations et 4,2 % pour les importations, résultat notamment d'une contraction des échanges avec les *États-Unis* (– 6,1 % pour les exportations). Dans ces conditions, le déficit à l'égard de la zone se creuse de plus de 3 milliards de francs (– 23,6 milliards, contre – 20,2 milliards).

– *Hors OCDE*, les soldes évoluent peu, d'un mois à l'autre, en ce qui concerne les deux principaux courants d'échanges : le déficit avec les *pays d'Asie à économies en développement rapide* atteint 0,6 milliard de francs en octobre, contre 0,4 milliard le mois précédent, tandis que l'excédent avec l'*Afrique* se monte à 1,6 milliard de francs, contre 1,8 milliard le mois précédent. En revanche, le solde positif avec le *reste du monde* revient de 1,3 milliard de francs à 0,6 milliard.

Sur les dix premiers mois cumulés, les principales performances du commerce extérieur s'observent néanmoins à l'égard de cette zone. En particulier, le solde avec les *pays d'Asie* fait apparaître un ample retournement (+ 8,6 milliards de francs, au lieu de – 3,3 milliards), du fait de la vive croissance des exportations (+ 30 %). La progression de l'excédent avec l'*Afrique*, également sensible (19,3 milliards de francs, contre 11,2 milliards), tient cependant à un fort décalage entre les exportations, qui augmentent de 13 % d'un exercice à l'autre, et les importations, qui se contractent de 1,3 %, cette évolution étant pratiquement l'inverse de celle observée l'année précédente. Compte tenu d'une amélioration du solde pour chacun des sous-ensembles de la zone, l'excédent de 19,9 milliards de francs enregistré *hors OCDE* au cours des dix premiers mois de 1994 passe à 48,4 milliards pour la même période de 1995.

Évolution par produits : repli de l'excédent d'un mois à l'autre imputable aux échanges industriels, biens d'équipement professionnels et matériel utilitaire notamment (en données CAF-FAB cvs)

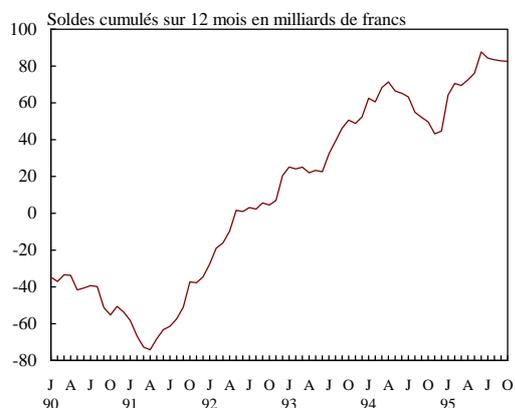
– L'excédent *agro-alimentaire* est stable, à 4,2 milliards de francs, résultat égal au solde moyen des douze derniers mois. D'un mois à l'autre, on notera surtout le tassement des ventes de produits bruts, dont l'effet est atténué par la hausse de l'excédent des produits transformés.

Les facteurs à l'origine de l'érosion de l'excédent des *produits bruts* en 1994 (baisse des ventes de céréales, hausse des prix des produits importés), persistent partiellement en 1995. Aussi, sur dix mois cumulés, ce solde ne s'améliore-t-il que légèrement : + 16,5 milliards de francs, au lieu de + 14,8 milliards. En revanche, la performance des *industries agro-alimentaires (IAA)* se renforce au cours des dernières années, dégagant un résultat (+ 25,5 milliards de francs au cours des dix premiers mois, contre + 21,7 milliards pour la même période de 1994) devenu nettement supérieur à celui des produits bruts.

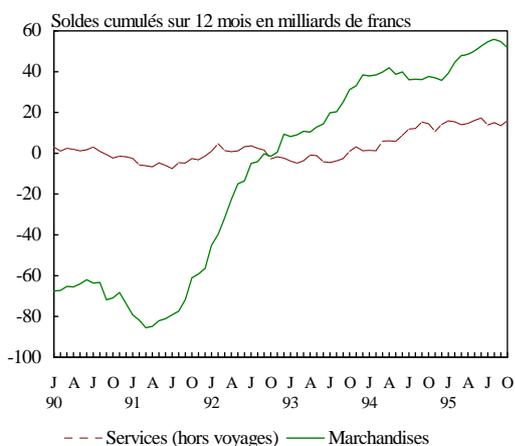
– Le déficit *énergétique* se maintient en deçà des 5 milliards de francs, comme le mois précédent. Les importations, notamment de produits pétroliers raffinés, tendent à se contracter (– 4,9 % sur les dix premiers mois de 1995 par référence aux mêmes mois de 1994). S'agissant des importations de pétrole brut, une diminution des quantités importées se conjugue avec une diminution des prix. La facture énergétique nette s'allège donc de près de 6 milliards de francs (– 49,9 milliards de francs, contre – 55,7 milliards) d'un exercice à l'autre.

– Les échanges *industriels* restent excédentaires, de 2 milliards de francs (contre 4,1 milliards en septembre) pour les *biens civils*, de 2,7 milliards de francs (contre 4,4 milliards) en incluant le matériel militaire.

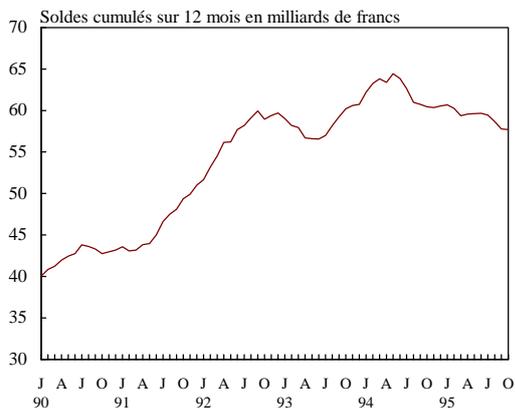
Transactions courantes



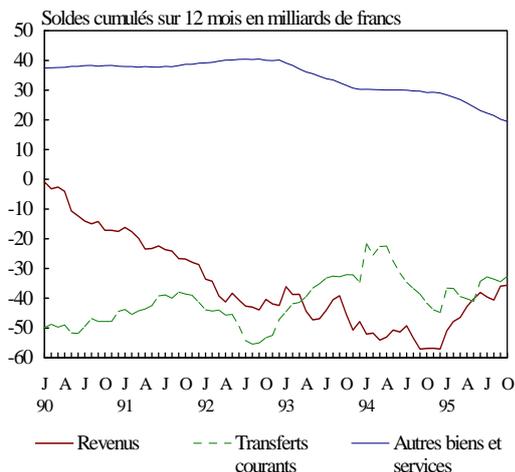
Marchandises et services (hors voyages)



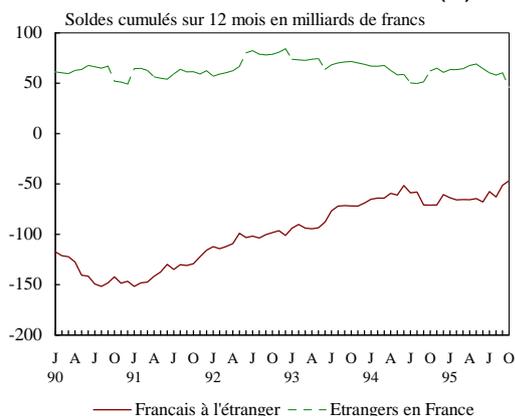
Voyages



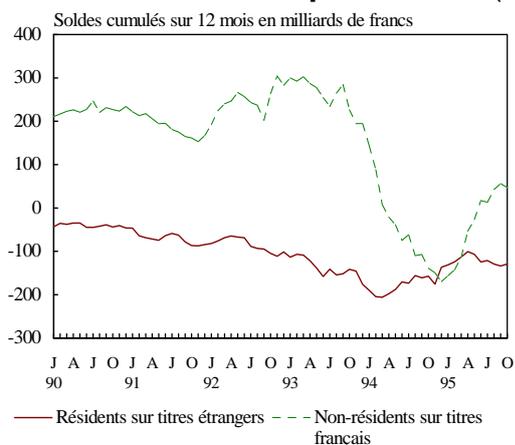
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



(a) Signe négatif : augmentation d'avoirs

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 89

Mise à jour le 9 janvier 1996

À lui seul, l'excédent des *biens d'équipement professionnels* se replie de 2,4 milliards de francs (il atteignait 4,1 milliards le mois précédent), principalement du fait d'un fléchissement des exportations hors Airbus, dont le montant des ventes est inchangé d'un mois à l'autre (un peu plus de 1,8 milliard de francs).

Néanmoins, l'impact de ce poste sur l'évolution des échanges au cours des derniers mois est prépondérant, puisque sur les dix premiers mois, et d'une année à l'autre, son excédent progresse de près de 22 milliards de francs : 52,6 milliards, contre 30,8 milliards en 1994. Pour une large part, la croissance des exportations du secteur aéronautique (dont un peu plus de 8 milliards pour les seules ventes d'Airbus), concentrées sur les quatre premiers mois de l'année, est à l'origine de cette performance. En outre, la plupart des autres composantes des *biens d'équipement* — appareils mécaniques, machines de bureau et matériel électronique — se signalent par le dynamisme des échanges (+ 15 % sur dix mois et d'une année à l'autre pour les exportations, + 8 % pour les importations).

Si les échanges de *biens intermédiaires* ne présentent pas d'évolution notable par rapport à septembre, ils enregistrent une vive croissance sur dix mois d'une année à l'autre (de 15 % à 20 % selon les postes). Signalons à cet égard la hausse du déficit des produits métalliques, passé de 0,2 milliard de francs en 1994 à 4,6 milliards en 1995.

Le résultat du secteur *automobile*, contrairement à l'évolution observée depuis le début de l'année, se redresse nettement en octobre (+ 1,7 milliard de francs, contre + 0,2 milliard), sous l'effet conjugué d'une augmentation des exportations et d'une diminution des importations. Mais, du fait d'une quasi-stabilisation des exportations et d'une croissance de l'ordre de 4 % des importations, l'excédent des dix premiers mois de l'année passe de 5,1 milliards de francs en 1994 à 1,6 milliard en 1995.

Pour les autres biens destinés aux ménages, un rythme moins soutenu de la croissance des importations que des exportations, à rapprocher de l'évolution de la consommation en France, fait progresser les taux de couverture (en données brutes) sur dix mois : 76 %, au lieu de 72 % en 1994 pour l'*équipement électroménager*, 98 %, au lieu de 96 % pour les *biens de consommation courante*. Pour cette dernière catégorie de produits, le déficit diminue même de moitié d'un exercice à l'autre (– 4,2 milliards de francs, contre – 8,4 milliards).

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 générales¹ et le travail à façon, se replie sensiblement en octobre (+ 1 milliard de francs, contre + 4,5 milliards en septembre), mais s'accroît de 16 milliards de francs d'un exercice à l'autre (+ 48,6 milliards de francs, contre + 32,8 milliards au cours des dix premiers mois de 1994), à la suite d'une vive progression des flux recensés à la ligne *marchandises générales* (+ 10,0 % pour les exportations, + 8,5 % pour les importations).

Les services (en données cvs)

L'excédent des *services* (8,1 milliards de francs), dépasse nettement le résultat de septembre, lui-même équivalent à la moyenne des neuf premiers mois, soit 6 milliards de francs. Ces évolutions s'observent plus particulièrement sur la ligne *transports*, dont le solde se retourne (+ 0,3 milliard de francs, contre – 0,5 milliard) en raison de fortes recettes de transport spatial, et sur la ligne *voyages* (+ 5 milliards de francs, contre environ 4,5 milliards en septembre), les flux touristiques progressant fortement d'un mois à l'autre (+ 16 % en recettes, + 20 % en dépenses).

¹ 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

Sur les dix premiers mois, la quasi-stabilité des recettes nettes de services, à 64,3 milliards de francs, recouvre des évolutions contrastées. Trois lignes voient leurs excédents s'effriter quelque peu : les *voyages* (+ 48,4 milliards de francs, contre + 50,9 milliards), en raison du dynamisme des dépenses des résidents à l'étranger (+ 7 %), les recettes ne progressant que de 2 % ; les *services techniques* (+ 3,7 milliards de francs, contre + 6,1 milliards), du fait d'une baisse de 9 % des recettes, notamment dans le secteur aéronautique et spatial ; les *assurances* (+ 2,4 milliards de francs, contre + 3,7 milliards), à la suite d'une diminution des recettes nettes de réassurance. En revanche, le solde des *autres services* devient positif (+ 0,4 milliard de francs, contre - 0,5 milliard), essentiellement sous l'effet de l'évolution des opérations sur les marchés à terme.

Les autres biens et services
(en données cvs)

Le solde excédentaire de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, s'établit à 1,2 milliard de francs au mois d'octobre.

Les revenus
(en données cvs)

L'évolution de ce poste est tributaire de celle des *revenus d'investissements*, lesquels font apparaître, depuis trois ans, un déficit prononcé en octobre (- 6,3 milliards de francs, contre - 2,2 milliards en moyenne sur les neuf mois précédents), l'encours de valeurs du Trésor (OAT, BTAN) détenues par les non-résidents et portant intérêt au cours de ce mois étant particulièrement élevé.

Néanmoins, depuis le début de l'année, le déficit cumulé des *revenus d'investissements* ressort à 26,6 milliards de francs, contre 45,1 milliards pour la période correspondante de l'année 1994. Cet allègement s'explique par une augmentation des encaissements nets d'intérêts, surtout pour les secteurs des administrations publiques et des banques (progression de 10 milliards de francs) et par une forte diminution des dépenses nettes de coupons courus non échus payés lors de négociations de titres de créances (contraction de 8 milliards de francs).

Les transferts courants
(en données brutes)

Pour les dix premiers mois, les relations financières des administrations publiques avec les institutions de l'Union européenne sont à l'origine de la réduction de 12 milliards de francs du déficit des transferts courants (- 22,1 milliards de francs, contre - 34,3 milliards). Une moitié de cet allègement provient de la hausse des recettes perçues au titre des fonds communautaires (FEOGA, Fonds social, Fonds de développement régional). L'autre moitié s'explique par la baisse de la contribution française apportée au budget européen.

4.2.1.2. Le compte de capital
(en données brutes)

Sur les dix premiers mois, les transferts en capital atteignent un montant plus restreint qu'au cours de la période correspondante de 1994 (- 1 milliard de francs, contre - 3,7 milliards). Ils se répartissent pour moitié entre abandons de créances du secteur officiel et moins-values sur cessions de créances bancaires, alors que le montant enregistré l'an passé correspondait essentiellement à des abandons consentis dans le cadre d'opérations de titrisation de créances sur certains pays.

4.2.1.3. Le compte financier ¹

(en données brutes)

En octobre, le compte financier a dégagé un déficit de 2,9 milliards de francs, dont + 0,2 milliard au titre des avoirs de réserve. Durant les dix premiers mois de 1995, les sorties nettes se sont élevées à – 64,7 milliards de francs, contre – 58,8 milliards pour la période correspondante de 1994.

Flux financiers à long terme

Ils ont été à l'origine de sorties à hauteur de – 21,7 milliards de francs en octobre, contre des entrées de + 3,4 milliards de francs le mois précédent.

Le solde des investissements directs a été très légèrement excédentaire (+ 0,2 milliard de francs), après un solde positif de 1,8 milliard en septembre, dans un contexte de très forte baisse des flux à la fois étrangers en France et français à l'étranger.

Les investissements de portefeuille ont entraîné des sorties nettes de 26,8 milliards de francs, nettement supérieures à celles observées en septembre (– 4,2 milliards). Les achats de titres étrangers par les résidents ont dégagé des sorties de l'ordre de 6 milliards de francs qui se sont portées principalement sur des bons du Trésor. Les opérations des non-résidents sur titres français se sont soldées également par des sorties nettes de 21 milliards de francs. Celles-ci ont résulté de ventes d'obligations, notamment d'OAT, et de bons du Trésor à long terme.

Les prêts bancaires à long terme ont été à l'origine d'entrées nettes pour 5,2 milliards de francs, en raison de nouveaux prêts consentis par l'étranger (5,1 milliards de francs) et de l'octroi de crédits acheteurs à l'étranger.

Flux financiers à court terme

(hors avoirs de réserve)

Le solde des flux financiers à court terme a été positif de 18,6 milliards de francs en octobre, après un déficit de 1,5 milliard le mois précédent.

Les opérations à court terme du secteur bancaire ont dégagé des sorties à hauteur de 33,5 milliards de francs. Les opérations des non-résidents en francs ont provoqué des sorties de l'ordre de 11,9 milliards de francs (après des entrées de 8,6 milliards en septembre) qui s'expliquent par une diminution des dépôts (– 14,6 milliards, au lieu d'entrées nettes de 45,5 milliards le mois précédent) et par la mise en place de nouveaux emprunts (– 15,6 milliards). À l'inverse, les opérations à terme se sont soldées par des entrées de 18,3 milliards de francs en raison d'importants achats à terme de francs.

Les opérations de la clientèle résidente en devises ont été à l'origine de sorties de 11,4 milliards de francs (contre des entrées de 10,1 milliards en septembre). Celles-ci sont dues principalement au solde positif des opérations à terme pour 5,3 milliards de francs.

Les opérations des secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques ont entraîné un excédent de 9,2 milliards de francs.

Les flux financiers à court terme des « autres secteurs » ont provoqué des entrées nettes de 42,9 milliards de francs, principalement sous la forme de rapatriements de placements à l'étranger (45,8 milliards).

Avoirs de réserve (bruts)

Les avoirs de réserve bruts ont diminué de 0,2 milliard de francs en octobre, après avoir été stables en septembre.

¹ Cf. tableaux détaillés 15 et 16 dans la partie « statistiques »

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Les marchés de taux ont suivi une évolution favorable, interrompue très passagèrement, en début et milieu de mois, par des tensions liées aux interrogations suscitées par le développement des conflits sociaux.

Sur l'ensemble du mois, les taux courts se sont sensiblement repliés, en liaison avec la nette appréciation du franc contre deutschemark. Ainsi, le TIOP 3 mois a cédé plus de 100 points de base, passant de 6,02 %, le 30 novembre, à 5,0 %, le 29 décembre. Cette évolution a été largement influencée par la détermination affichée par le gouvernement pour la mise en œuvre du plan de réforme du financement de la Sécurité sociale, l'apaisement progressif des tensions sociales dans le secteur public et la poursuite du mouvement de baisse des taux directeurs en Europe. Ce contexte favorable a permis à la Banque de France de continuer sa politique de détente des taux directeurs :

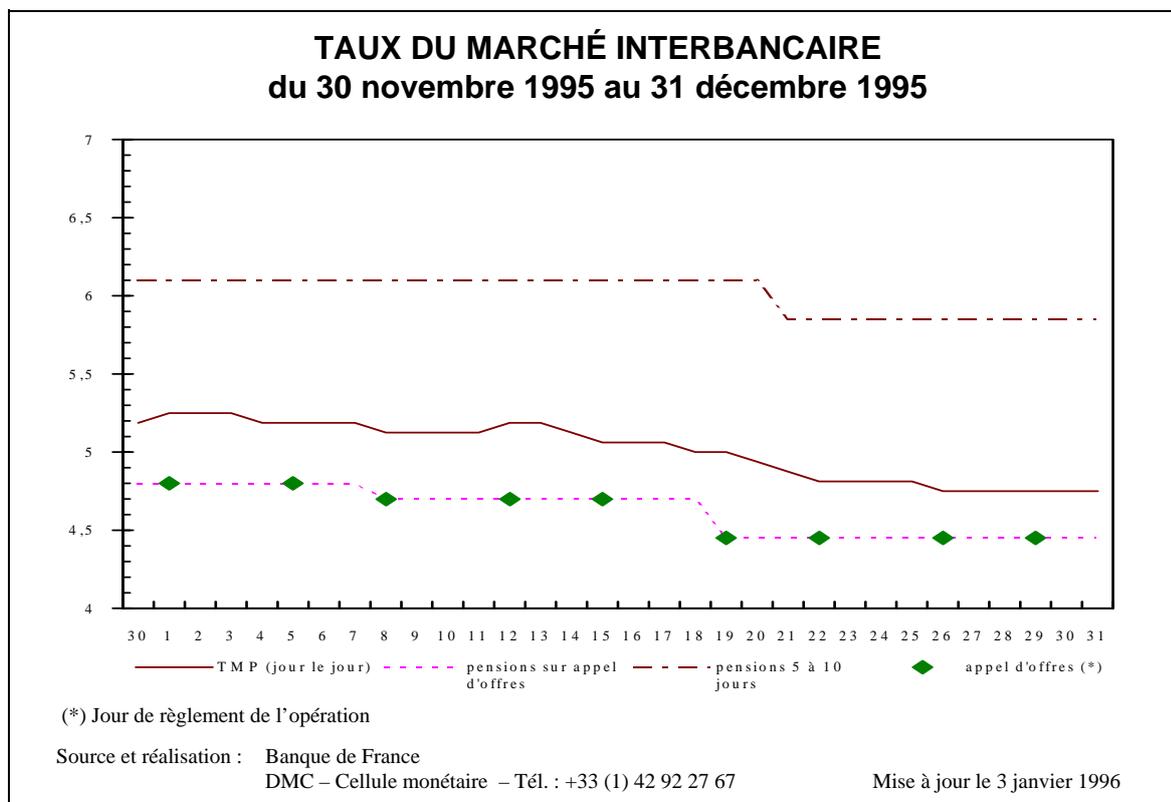
– en réduisant à deux reprises le taux d'appel d'offres, ramené de 4,80 % à 4,70 % (à compter de l'opération valeur 8 décembre), puis à 4,45 % (à partir du 19 décembre) ;

– et en abaissant le taux des pensions de 5 à 10 jours, de 6,10 % à 5,85 % le 21 décembre.

À la fin de l'année, le loyer de l'argent au jour le jour se situait à 4 3/4 %, niveau le plus bas observé depuis 1972.

Les rendements obligataires se sont sensiblement repliés sous l'effet de l'amélioration des marchés de taux courts et de la bonne orientation des taux longs américains et allemands. Au terme de cette détente, l'écart OAT-*Bund* s'est quelque peu resserré, passant de 74 points de base à 67 points de base.

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



Dans un contexte de bonne tenue du franc sur les marchés de change, la Banque de France a poursuivi le mouvement de baisse de ses taux directeurs.

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 7 décembre, le taux des pensions sur appel d'offres a été ainsi ramené de 4,80 % à 4,70 %. Puis ce taux a été abaissé à 4,45 % le 15 décembre, des baisses de taux directeurs intervenant simultanément dans plusieurs pays européens.

Le taux des pensions de 5 à 10 jours est revenu, pour sa part, de 6,10 % à 5,85 % à l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 21 décembre.

Parallèlement, le loyer de l'argent au jour le jour a continué de se détendre, revenant sur une fourchette de 4 5/8 % - 4 3/4 % à la fin de l'année, au lieu de 5 1/8 % - 5 1/4 % à la fin du mois de novembre. Ceci constitue le niveau le plus bas jamais atteint par le taux au jour le jour depuis le mois d'octobre 1972.

Le volume des concours octroyés par la Banque de France aux établissements de crédit a fortement progressé, passant de 91,9 milliards de francs, le 30 novembre, à 147,2 milliards, le 29 décembre. Ce mouvement traditionnellement observé à chaque fin d'année est lié à l'impact conjugué du gonflement de la circulation fiduciaire et de la hausse du compte du Trésor sur les livres de l'Institut d'émission.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 novembre-15 décembre se sont élevées à 19,8 milliards de francs (dont 13,3 milliards d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 20,6 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Novembre 1995	Décembre 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-242,1	-251,7	-9,6
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,3	-8,5	-2,2
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	124,8	124,0	-0,8
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	8,4	-19,8	-28,2
DIVERS	10,5	19,7	9,2
TOTAL	-104,6	-136,4	-31,8
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	74,2	92,8	18,6
– Autres pensions	11,8	36,5	24,7
– Bons du Trésor achetés ferme	22,2	21,2	-1,0
– Opérations d'escompte net	0,2	0,2	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-3,8	-14,4	-10,6
TOTAL	104,6	136,4	31,8

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

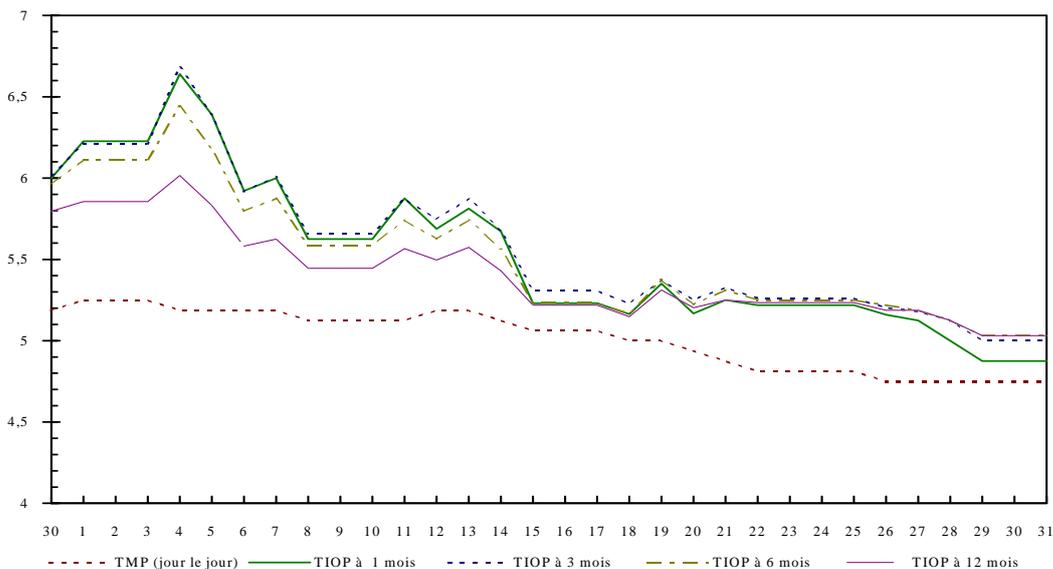
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

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

Mise à jour le 9 janvier 1996

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

**TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE
du 30 novembre 1995 au 31 décembre 1995**



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

Mise à jour le 3 janvier 1996

Les rendements courts interbancaires ont d'abord subi durant les premiers jours de décembre une légère tension témoignant de l'inquiétude du marché devant l'ampleur des conflits sociaux en France. Puis ce mouvement a laissé la place à une nette détente le 5 décembre, qui s'est amplifiée le 7 après l'annonce par la Banque de France d'une baisse de son taux des pensions sur appel d'offres.

L'amélioration du marché s'est confirmée au cours des jours suivants. Outre l'impact favorable de la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intervention de la Banque de France et de l'apaisement des tensions sociales, l'optimisme des intervenants a été conforté par la bonne tenue du franc, qui est revenu à 3,4160 pour 1 deutschemark à la fin de l'année — soit son meilleur niveau depuis l'automne 1994 —, et par le mouvement général d'assouplissement des politiques monétaires en Europe et aux États-Unis. Durant le mois de décembre, en effet, les trois principaux partenaires de la France ont procédé à des baisses de taux directeurs :

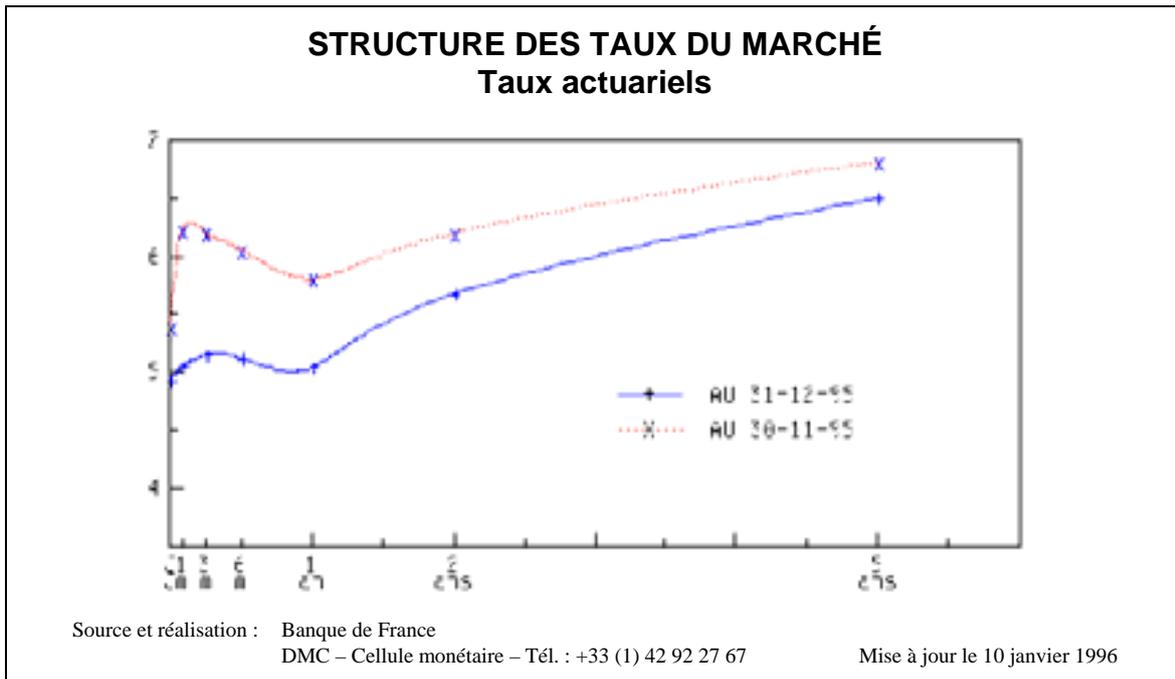
- le 13 décembre, la Banque d'Angleterre a réduit de 6,75 % à 6,50 % son taux de base ;
- le 14 décembre, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit de 1/2 point ses taux directeurs, ramenant le taux d'escompte de 3,50 % à 3,0 % et le taux Lombard de 5,50 % à 5,0 % ;
- enfin, le 19 décembre, le Système de réserve fédérale a abaissé son objectif de taux des fonds fédéraux à 5,50 %, au lieu de 5,75 % précédemment.

L'évolution favorable enregistrée sur le marché interbancaire a permis aux grandes banques françaises de réduire leur taux de base de 7,80 % à 7,50 % (valeur 26 décembre), soit le plus bas niveau depuis 1973.

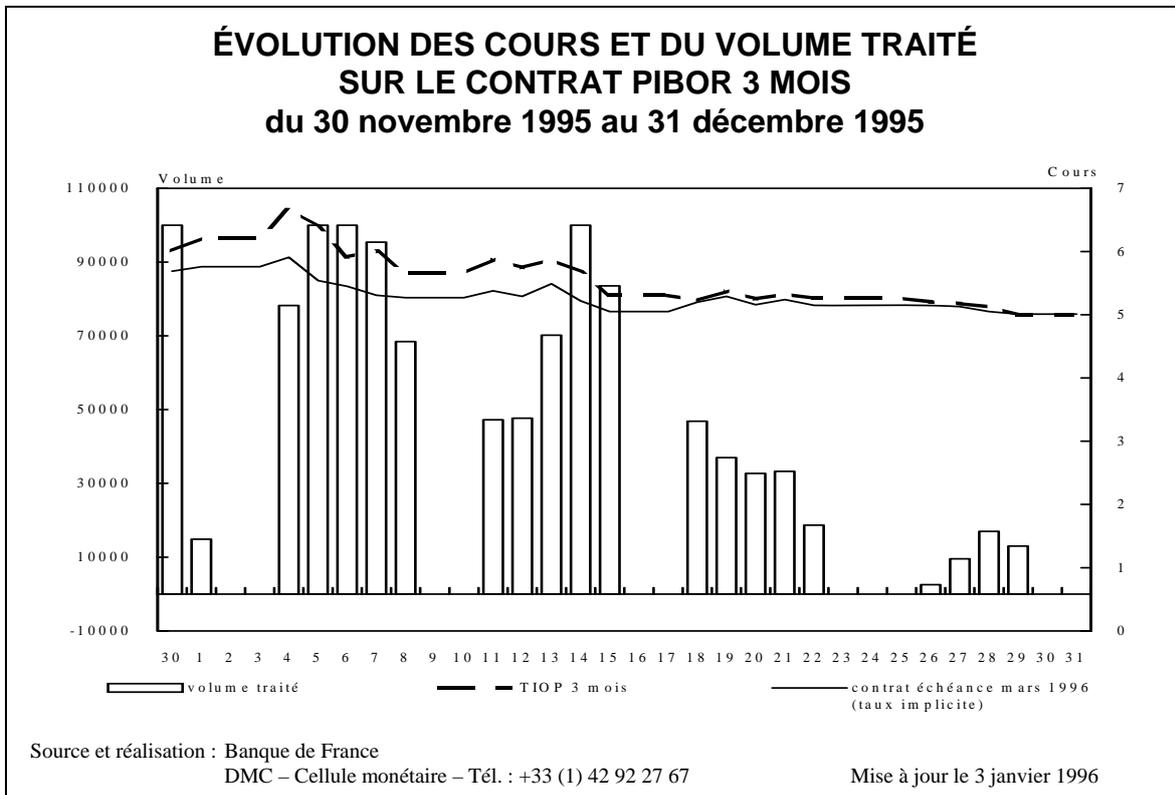
Parallèlement, les écarts constatés avec les taux interbancaires allemands de durée équivalente ont continué de se réduire. Sur l'échéance à 3 mois, celui-ci est passé de 200 points de base, fin novembre, à 125 points de base dans les derniers jours de l'année.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	30 novembre 1995	31 décembre 1995	Variation
TIOP à 1 mois.....	6,0000	4,8750	-1,1250
TIOP à 3 mois.....	6,0156	5,0000	-1,0156
TIOP à 6 mois.....	5,9609	5,0313	-0,9296
TIOP à 1 an.....	5,7969	5,0313	-0,7656
Taux à 2 ans.....	6,1900	5,6600	-0,5300
Taux à 5 ans.....	6,8000	6,5000	-0,3000

Au total, sur l'ensemble du mois, les taux ont enregistré une baisse d'ampleur décroissante en fonction des échéances. Cette évolution a entraîné un net redressement de la courbe des rendements du marché interbancaire.



Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois échéance mars 1996 a enregistré un repli (5,01 % le 29 décembre, contre 5,69 % à la fin du mois précédent), d'ampleur légèrement moins marquée que le TIOP à 3 mois. Alors que, à fin novembre, le taux futur était inférieur d'une trentaine de centimes au taux au comptant, cet écart était devenu nul à fin décembre. La forte baisse des taux courts intervenue entre-temps a naturellement réduit les anticipations de détente supplémentaire durant le premier trimestre 1996. Toutefois, celles-ci continuent de subsister pour les horizons plus lointains (21 centimes sur l'échéance juin 1996 et 22 centimes sur celle de septembre 1996).



5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de décembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 83,3 milliards de bons à taux fixe en francs (22,3 milliards de BTAN et 61 milliards de BTF), soit un volume d'émission brut quelque peu inférieur à celui du mois précédent (89,3 milliards).

Au 29 décembre, l'encours total de bons en circulation atteignait 1 018,8 milliards de francs, contre 1 076,6 milliards le 30 novembre. Cette diminution reflète largement l'incidence de la reprise, par la Caisse des dépôts et consignations, de la dette de la Sécurité sociale antérieurement financée par des avances du Trésor. Quant aux bons en écus, leur montant est resté inchangé par rapport au mois précédent, à 6,7 milliards d'écus.

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 déc. 1995	BTF	13 sem.	14 334	4 002	24	6,20	6,28	6,50	6,95
4 déc. 1995	BTF	52 sem.	9 152	4 004	32	5,74	5,80	5,85	6,10
11 déc. 1995	BTF	4 sem.	38 695	12 589	1 581	5,63	5,66	5,88	6,12
11 déc. 1995	BTF	13 sem.	15 973	6 872	866	5,65	5,68	5,87	6,09
11 déc. 1995	BTF	26 sem.	7 920	3 439	438	5,54	5,59	5,73	5,91
18 déc. 1995	BTF	12 sem.	29 135	10 003	0	5,14	5,17	5,34	5,41
18 déc. 1995	BTF	50 sem.	11 150	3 007	0	5,09	5,12	5,19	5,15
21 déc. 1995	BTAN 9 %	2 ans	23 547	11 992	1 732	100,76	100,73	5,37	5,29
21 déc. 1995	BTAN 9 %	5 ans	20 097	10 344	1 414	103,98	103,91	6,01	5,99
26 déc. 1995	BTF	13 sem.	32 806	12 521	1 512	4,98	5,00	5,16	5,38
26 déc. 1995	BTF	28 sem.	8 740	4 484	483	5,00	5,03	5,14	5,36

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

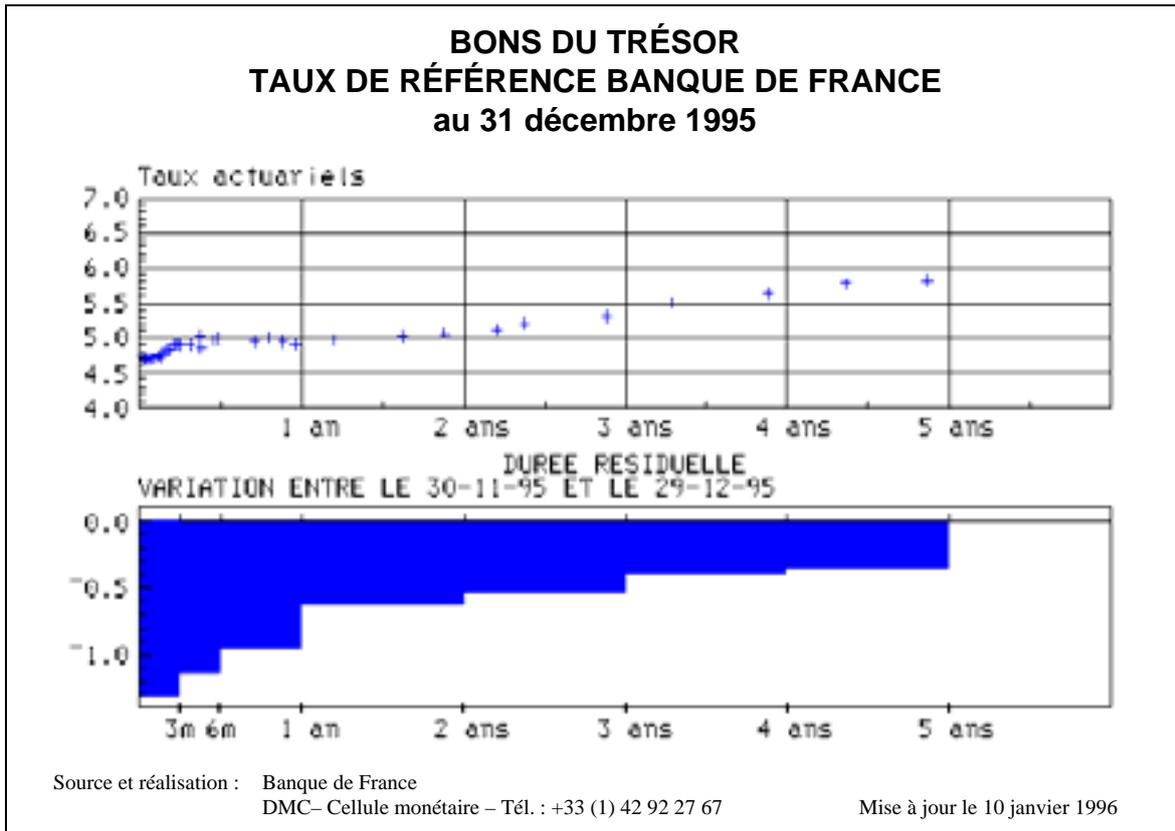
Mise à jour le 3 janvier 1996

Les taux à l'émission ont suivi une tendance analogue à celle des rendements interbancaires. S'agissant des titres à 13 semaines, leurs rendements se sont ainsi repliés de 134 points de base entre le 4 décembre et le 26 décembre. Sur les échéances plus longues, le mouvement de détente a été plus limité.

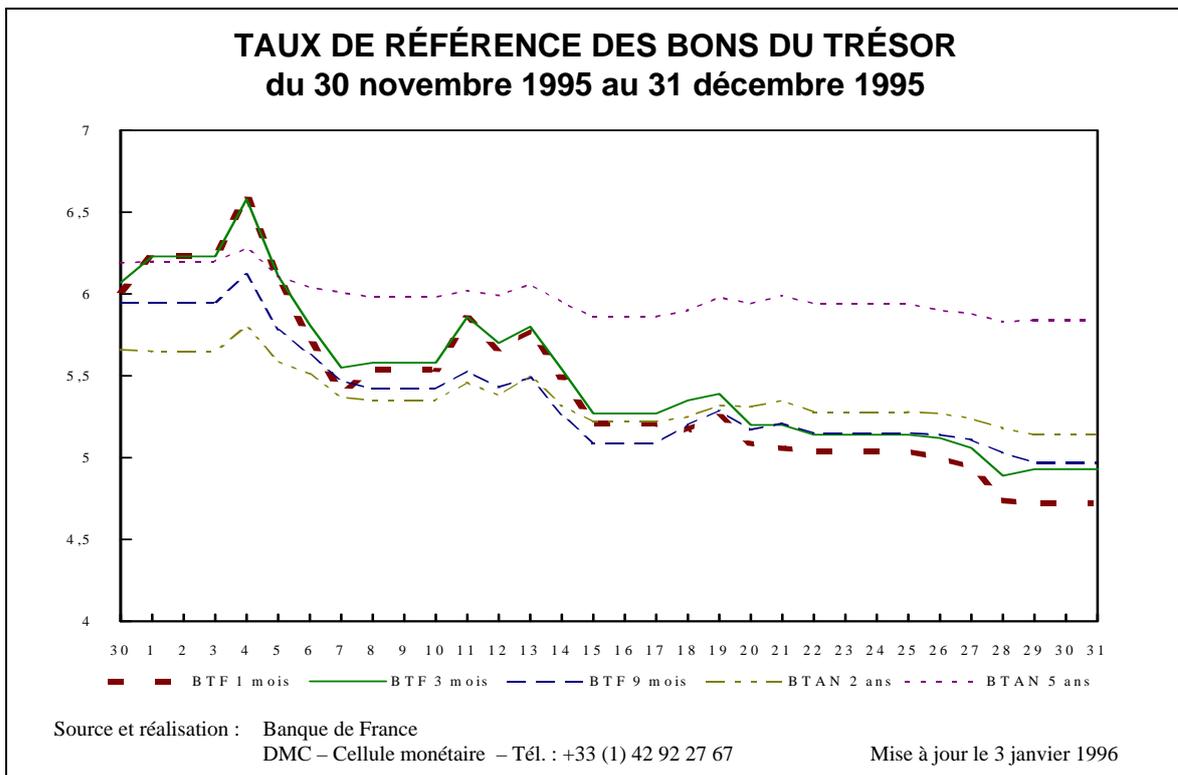
En ce qui concerne les BTAN, l'adjudication du 21 décembre s'est traduite par une baisse de 18 points de base sur la tranche à deux ans par rapport à la précédente adjudication du 16 novembre.

Marché secondaire

Le marché secondaire des bons du Trésor a poursuivi au cours du mois de décembre son mouvement de détente, accentué en fin de période par des achats de maturités courtes marquant le passage de fin d'année.



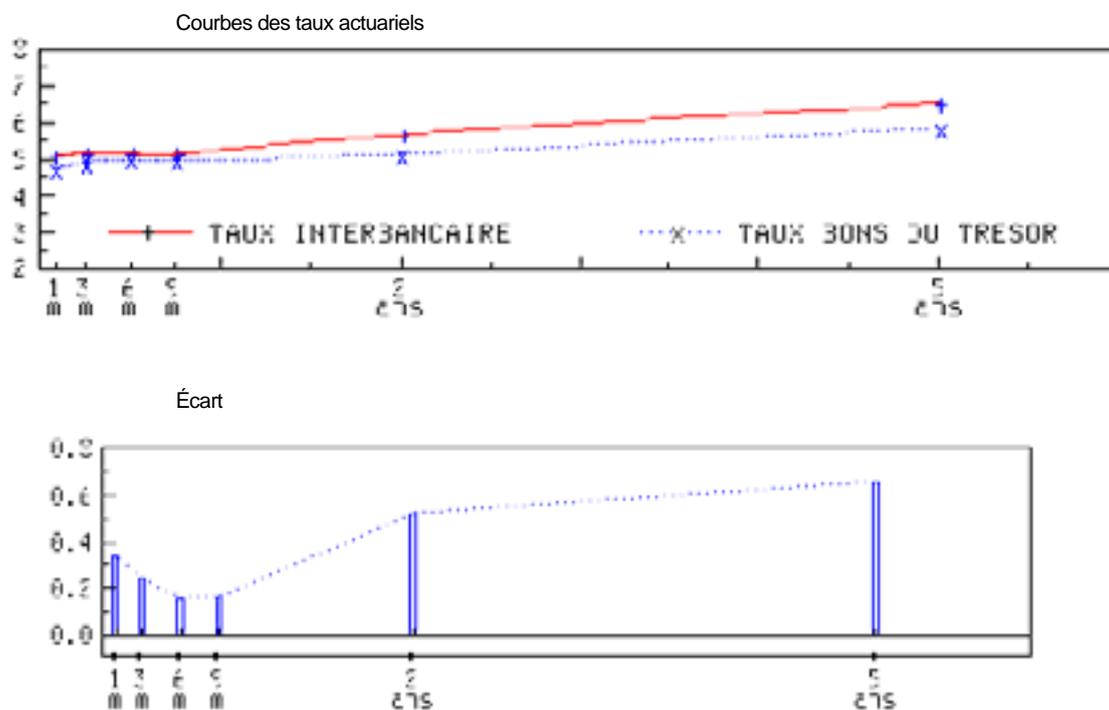
La baisse des rendements a été irrégulière pendant la première quinzaine du mois, interrompue par de brèves périodes de tensions à la fin de la première semaine et entre le 11 décembre et le 14 décembre, en liaison avec les mouvements sociaux. Au cours de la seconde quinzaine, la détente a été plus marquée, soutenue par le dénouement des conflits sociaux et les achats de fin d'année.



Au total, les échéances autour de 1 mois ont enregistré une détente de 120 points de base, celles autour de 3 mois de 110 points de base, la baisse atteignant 100 points de base autour de 6 mois, 95 points de base autour de 9 mois, 85 points de base autour de 1 an, 50 points de base jusqu'à 2 ans et 35 points de base sur le BTAN de maturité 5 ans.

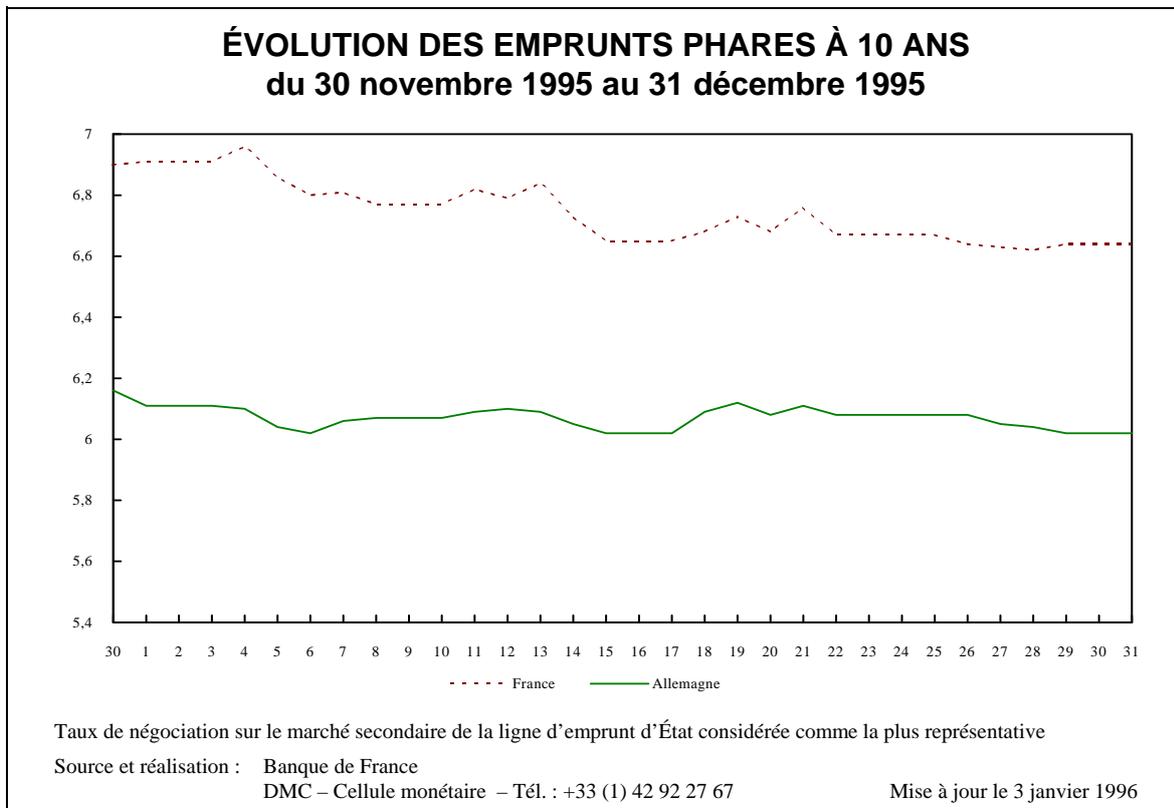
En conséquence, la courbe des rendements présente, à la fin du mois, une configuration plus pentue, la détente sur le compartiment à très court terme des BTF étant plus marquée que sur les échéances au-delà de 2 ans, notamment en raison du mouvement acheteur sur les maturités jusqu'à 1 mois.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
au 31 décembre 1995**



Les écarts de rendement avec le marché interbancaire se sont accrus de 5 points de base à 10 points de base sur les BTF jusqu'à 9 mois. Au-delà, les écarts demeurent stables.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

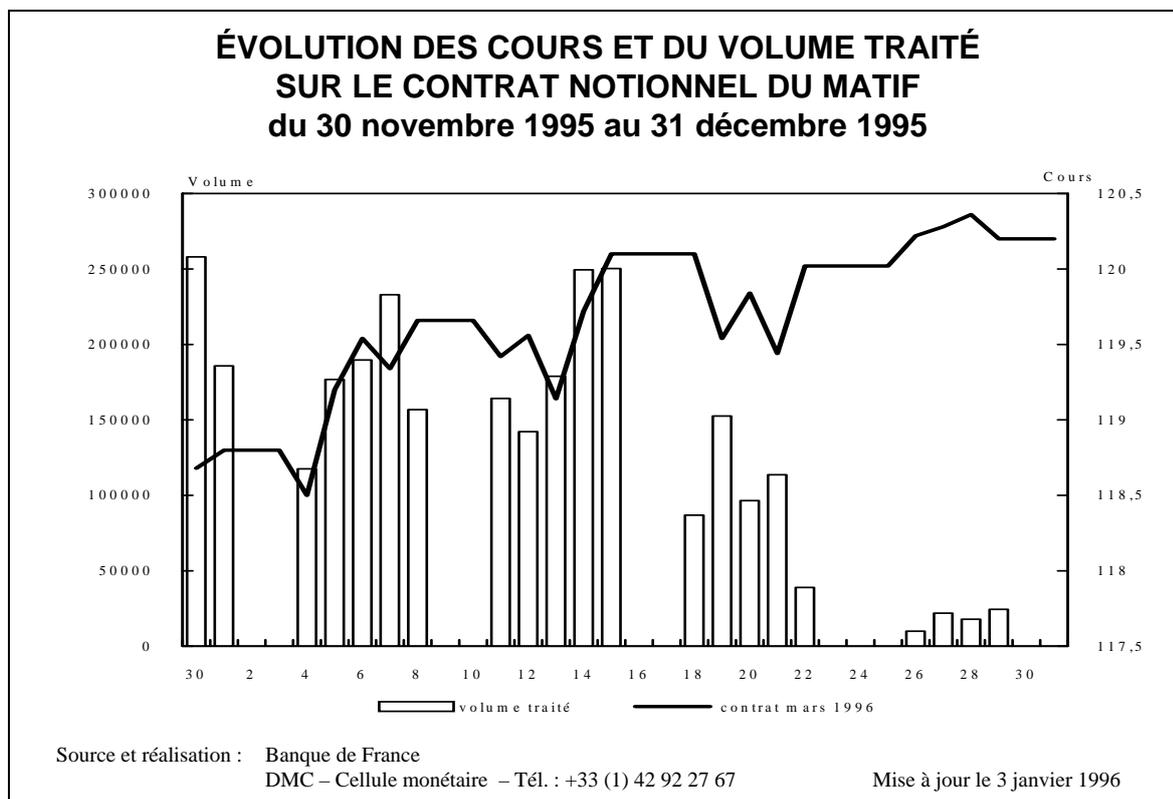


Sur l'ensemble du mois de décembre, les marchés de taux longs français ont poursuivi le mouvement de détente observé le mois précédent, dans un contexte d'assouplissement généralisé des politiques monétaires en Europe et aux États-Unis.

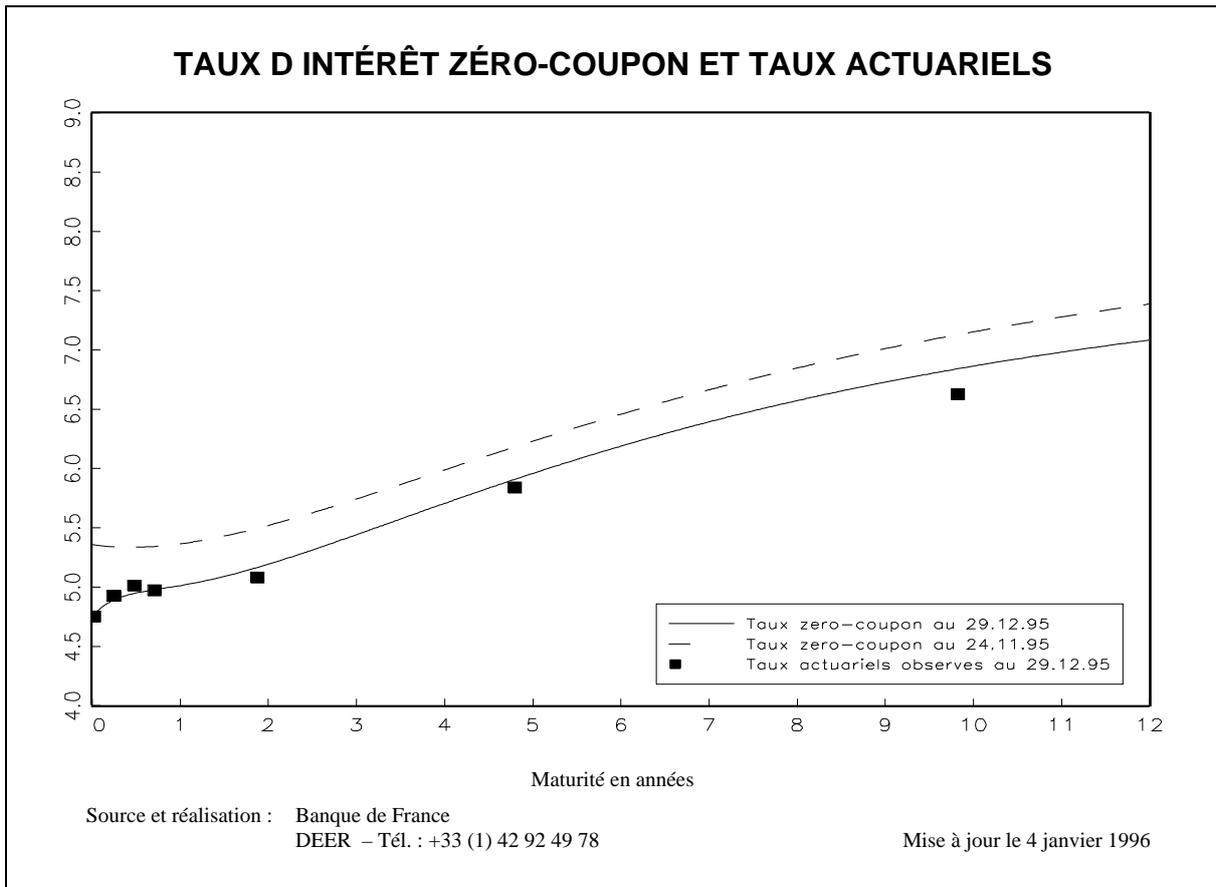
Après une légère tension consécutive à l'incertitude sur l'issue des mouvements sociaux en début de mois, les rendements obligataires ont connu une détente régulière ponctuée par les trois baisses successives des taux directeurs de la Banque de France. Cette progression s'est effectuée dans un contexte international favorable, puisque les marchés obligataires américains (en dépit de la persistance de la crise budgétaire et la mise en chômage temporaire de 260 000 fonctionnaires fédéraux) et allemands ont progressé en novembre, sous l'effet, notamment, d'assouplissements de politiques monétaires décidés le 14 décembre par la Banque centrale allemande (baisse de 50 points de base des taux d'escompte et Lombard) et le 19 décembre par le Système de réserve fédérale (baisse de 25 points de base du taux des fonds fédéraux à 5,50 %). En outre, des signes d'essoufflement de la conjoncture outre-Rhin ont continué à se manifester à travers les indicateurs de production industrielle (- 1,6 % en octobre) et de vente de détail (- 5 % en octobre) et ont alimenté des anticipations de baisse des taux d'intérêt. Ce contexte a permis au marché des titres longs français d'obtenir une détente sensible de ses rendements puisque celui de l'emprunt phare s'est détendu de 26 centimes sur la période, contre 16 points de base pour l'emprunt américain comparable et 14 points de base pour l'emprunt allemand.

Au cours du mois écoulé la courbe du taux a subi une détente quasi parallèle des rendements de 2 ans à 10 ans, de sorte que l'écart 2 ans-6 ans n'a guère été modifiée (pentification de 4 points de base). En revanche, la détente plus sensible de la partie la plus courte de la courbe des taux (- 59 centimes sur la semaine et - 54 centimes sur le mois, contre - 45 centimes pour le 3 mois et - 36 centimes pour l'année) se traduit par le passage d'une structure plate à une structure désormais légèrement croissante sur les taux à moins d'un an.

Actualité



Sur le compartiment des *futures* l'échéance mars du contrat notionnel a progressé de 152 points de base en décembre. Si cette progression s'est accomplie parallèlement à une baisse, traditionnelle en fin d'année, des volumes échangés (passant de 150 000 contrats à 200 000 contrats quotidiens à moins de 100 000 contrats sur la dernière quinzaine), on peut noter, toutefois, l'augmentation de 7 000 contrats de la position ouverte sur la période (jusqu'à 121 000 contrats en fin d'année).



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

(arrêtée au 8 janvier)

Durant les premiers jours de l'année, les marchés de taux d'intérêt sont demeurés bien orientés, bénéficiant de la bonne tenue du franc qui est temporairement passé sous le seuil de 3,41 contre deutschemark, et de la baisse de 1/16 de point du loyer de l'argent au jour le jour.

À partir du 4 janvier, la détente des rendements a laissé place à un mouvement de consolidation. Le recul du dollar, sous l'effet du conflit budgétaire entre le Congrès et le président, a provoqué un léger rebond du deutschemark contre toutes devises. Par ailleurs, les opérateurs continuent de faire preuve d'une certaine prudence sur l'évolution de la situation en France pour les mois à venir.

5.2. Les émissions

Au cours du mois de décembre l'encours global des titres de créances négociables a reculé de 139,5 milliards de francs. Cette baisse est essentiellement due à l'importance des tombées, soit 788 milliards de francs, non compensées par le volume des émissions, qui se sont élevées à 648 milliards, contre 474 milliards au cours du mois précédent. Ce phénomène saisonnier a surtout contribué à la chute de l'encours des certificats de dépôt, qui a perdu 110,4 milliards de francs, mais il a aussi touché l'ensemble des autres instruments. Les taux d'intérêt ont sensiblement baissé pour les titres émis à court terme.

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par des mouvements sociaux de grande ampleur, la reprise des émissions observée fin novembre à la suite de l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est confirmée au cours de la première quinzaine de décembre, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc. À compter du 20 décembre, les émetteurs ont cependant observé la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

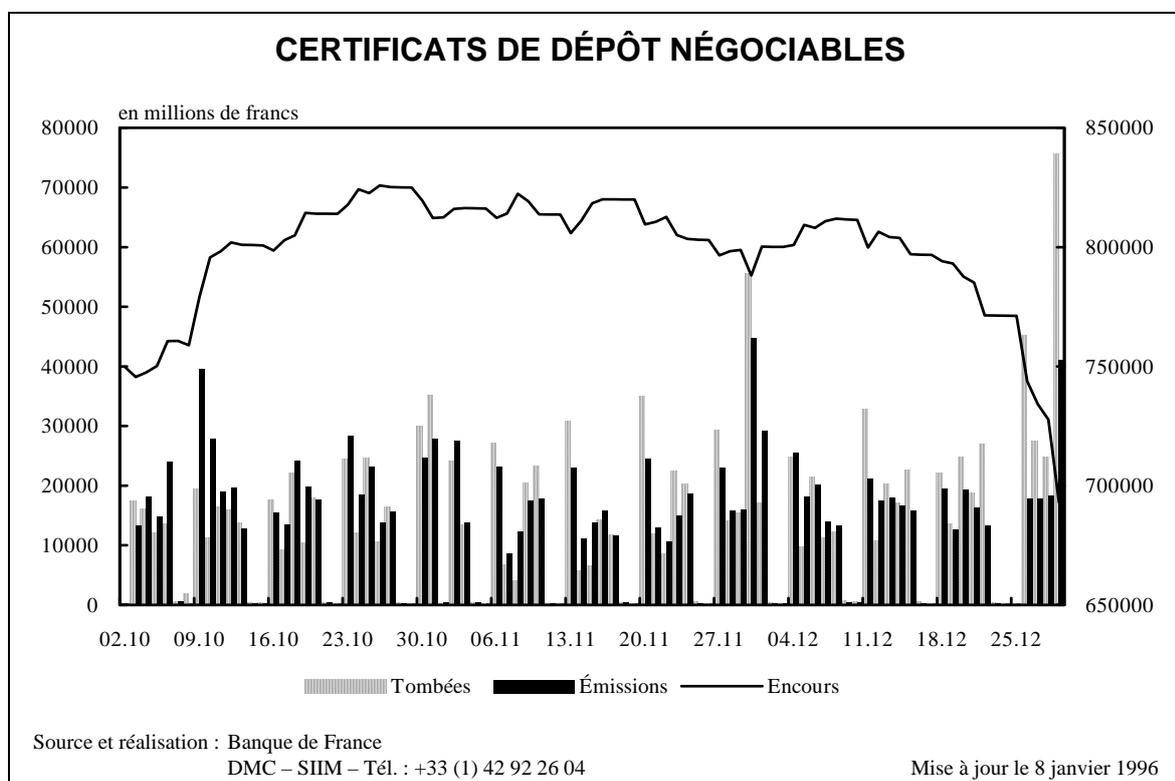
L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 693 milliards de francs le 29 décembre, contre 803,4 milliards le 24 novembre et 825,2 milliards le 27 octobre.

Les émissions réalisées au cours du mois de décembre ont atteint 487,4 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 332,7 milliards en novembre et 412,6 milliards en octobre (597,8 milliards, contre 354,5 milliards et 331,1 milliards pour les tombées).

Seuls quatre émetteurs ont vu leur encours s'accroître de plus de 1 milliard de francs pendant le mois sous revue : il s'agit de la Banque nationale de Paris (+ 5,7 milliards), Rabobank Nederland-France (+ 2,5 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (+ 2,1 milliards) et la Banque Worms (+ 1,7 milliard), alors que pour la même période, vingt-neuf émetteurs ont enregistré une baisse au moins équivalente et même supérieure à 3 milliards de francs pour dix d'entre-eux : la Caisse des dépôts et consignations (- 17,7 milliards), la Banque Indosuez (- 10,1 milliards), la Banque Paribas (- 5,6 milliards), J.-P. Morgan et Cie (- 4,5 milliards), la Compagnie financière du Crédit mutuel de Bretagne (- 4,3 milliards), la Banque française du commerce extérieur et la Société générale (- 4 milliards chacune), la Compagnie parisienne de réescompte (- 3,8 milliards), l'Union de banque suisse (- 3,6 milliards) et la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (- 3,5 milliards).

La répartition des souscripteurs s'est légèrement modifiée par rapport au mois précédent. Les établissements de crédit se sont portés acquéreurs de 32,5 % du total des émissions mensuelles, contre 27,3 % en novembre, et les sociétés et entreprises industrielles ont souscrit à hauteur de 28,4 %, contre 25,7 %, alors que la part des assurances, caisses de retraite et mutuelles s'est repliée, passant de 13,3 % à 7,7 %. La distribution, selon leur durée initiale, des titres émis, a été la suivante.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	115,9	23,8
De 1 mois à moins de 3 mois.....	248,1	50,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	110,4	22,6
De 6 mois à un an.....	13,0	2,7
Total	487,4	100,0



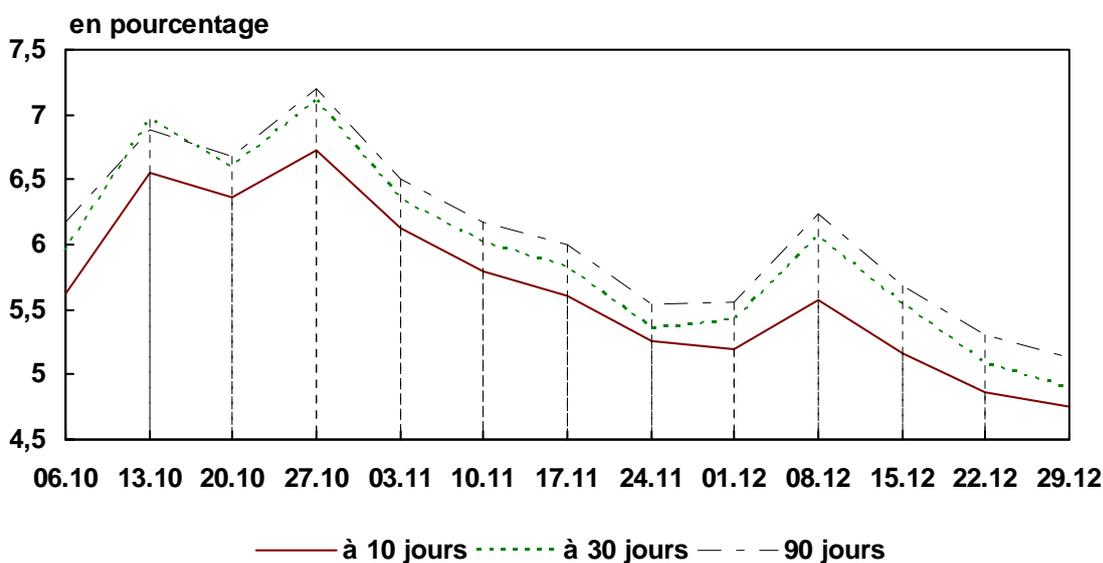
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 375 le 29 décembre, contre 372 le 24 novembre et 375 le 27 octobre.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	27 novembre au 1 décembre	4 au 8 décembre	11 au 15 décembre	18 au 22 décembre	26 au 29 décembre
Certificats à 10 jours (moyenne)	5,19	5,57	5,16	4,86	4,75
Certificats à 30 jours (moyenne)	5,41	6,07	5,55	5,08	4,89
Certificats à 90 jours (moyenne)	5,56	6,23	5,68	5,31	5,13
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	4,59	5,25	4,70	4,30	4,20
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	6,35	6,55	5,80	5,45	5,11

Les taux se sont inscrits en baisse sensible, perdant environ 50 points sur les maturités comprises entre dix jours et trois mois.

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 8 janvier 1996

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

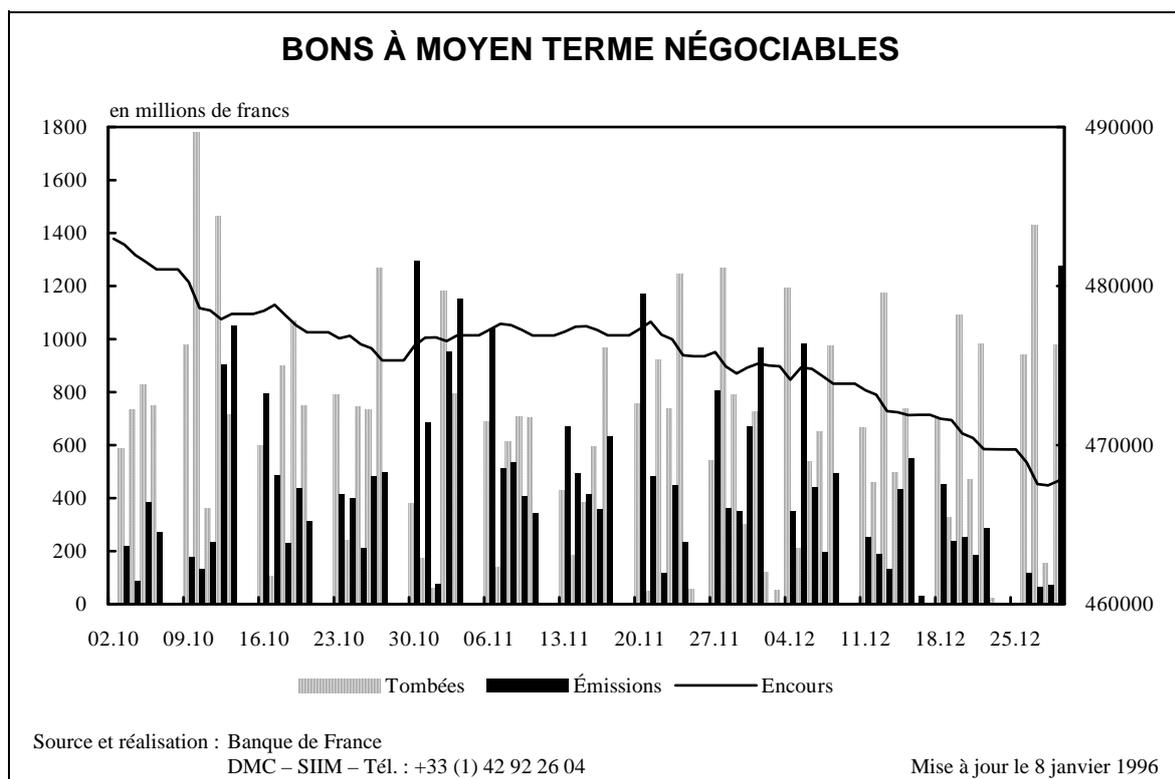
Les BMTN ont atteint un encours de 467,8 milliards de francs le 29 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 475,7 milliards au 24 novembre et 475,3 milliards au 27 octobre ; 239 émetteurs avaient un encours au 29 décembre, contre 235 le 24 novembre et 234 le 27 octobre. La part des souscriptions des établissements de crédit s'est établi à 59 % du total, en baisse sensible par

Les émissions

rapport aux mois précédents (72 % en novembre et 63 % pour le mois d'octobre) alors que le montant souscrit par les assurances, caisses de retraites et mutuelles est passé de 10 % à 17 % et celui des sociétés et entreprises individuelles de 4 % à 9 %.

Les émissions se sont élevées à 10,2 milliards de francs pendant le mois de décembre, contre 12 milliards en novembre et 8,5 milliards en octobre. La tranche d'émission de 1 an à 2 ans a nettement régressé, représentant 24 % du total, contre 52 % en novembre et 47 % en octobre, alors que la fraction des maturités à plus de 7 ans s'est encore accrue, passant de 14 % du montant des titres émis pour le mois d'octobre à 18 % en novembre et 28 % pour le mois sous revue.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
1 an 1 jour à moins de 2 ans	2,4	23,8
De 2 ans à moins de 3 ans.....	3,2	31,3
De 3 ans à moins de 5 ans.....	0,9	8,7
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,8	7,9
De 7 ans et plus	2,9	28,3
Total	10,2	100,0



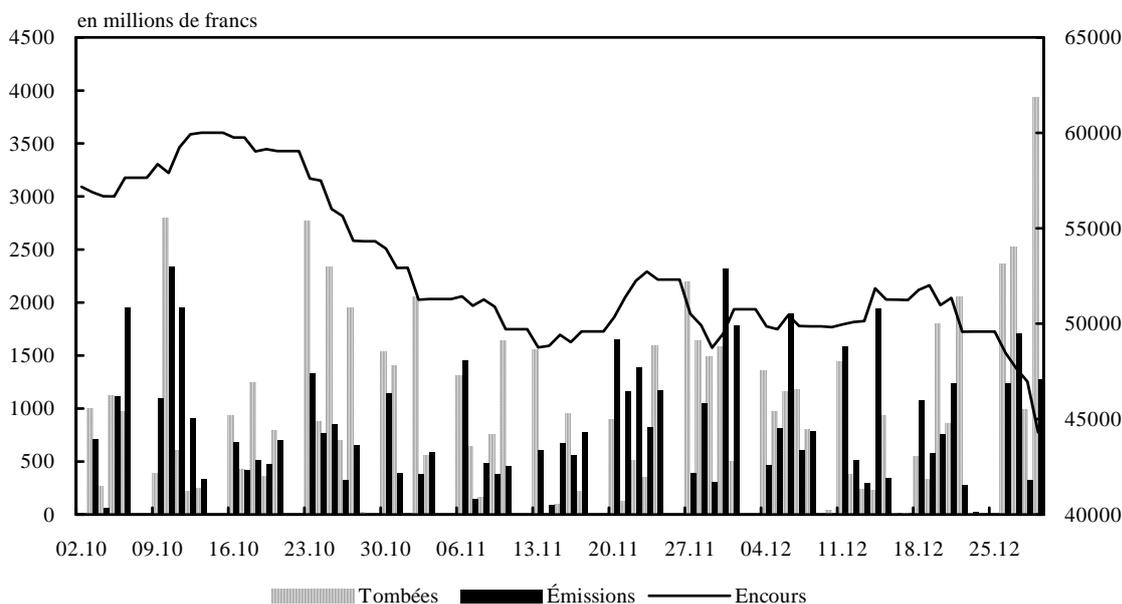
Les taux se sont inscrits en baisse sur les maturités comprises entre 1 an et 3 ans, avec un recul allant de 30 centimes à 40 centimes.

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 44,3 milliards de francs le 29 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 52,3 milliards le 24 novembre et 54,3 milliards le 27 octobre. Le montant des émissions s'est établi à 23,6 milliards de francs pour le mois de décembre, contre 14,3 milliards en novembre et 18,1 milliards en octobre. Les émissions du mois par durée initiale ont marqué un net raccourcissement des maturités, la part des titres émis entre 10 jours et 1 mois passant de 4,6 % du total au cours du mois de novembre à 16,5 % pour le mois en cours.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	3,9	16,5
De 1 mois à moins de 3 mois.....	12,1	51,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,0	29,6
De 6 mois à un an.....	0,6	2,6
Total	23,6	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 8 janvier 1996

Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 137,3 milliards de francs le 29 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 150,5 milliards le 24 novembre et 141,9 milliards le 27 octobre. Le 29 décembre, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 102, contre 97 au 24 novembre et 99 au 27 octobre.

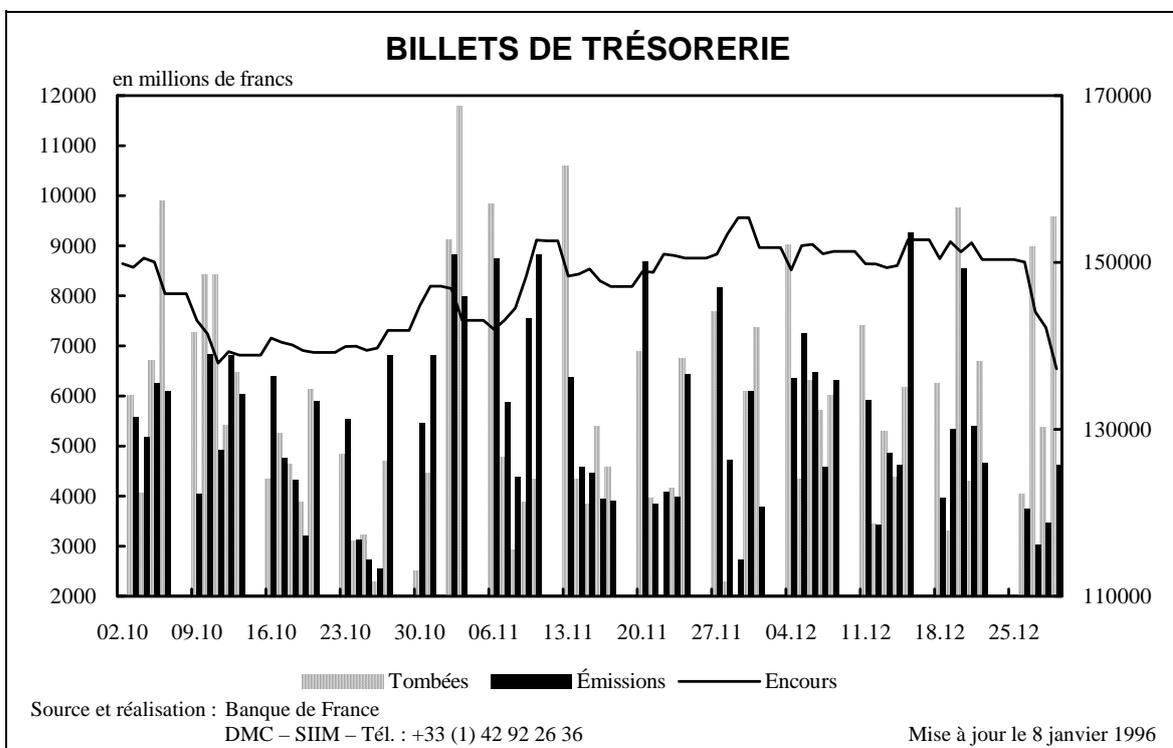
Le montant des émissions intervenues au cours du mois de décembre s'établit à 127,3 milliards de francs, contre 114,8 milliards en novembre et 104,2 milliards en octobre (respectivement 140,6 milliards de francs, contre 106,1 milliards et 113,1 milliards pour les tombées).

Parmi les encours ayant progressé, six se sont accrus de plus de 1 milliard ; ils concernent les émetteurs suivants : France Télécom (+ 5 milliards de francs), la SNCF (+ 3,2 milliards), Elf Aquitaine Finance (+ 1,6 milliard), la Compagnie générale des eaux (+ 1,3 milliard), EDF (+ 1,1 milliard) et GDF (+ 1,1 milliard) ; dans le même temps, dix émetteurs ont réduit leur encours dans des proportions au moins identiques, soit pour les baisses les plus conséquentes : Total CFP (- 3,3 milliards), Rhône-Poulenc (- 2,7 milliards), Carnaudmetalbox, Péchiney et LVMH (- 1,7 milliard chacun) et Fiat France (- 1,6 milliard).

La répartition par type de souscripteur est restée très similaire à celle des mois précédents.

La ventilation par durée initiale des émissions mensuelles a marqué un léger raccourcissement des maturités ; la tranche de 10 jours à 1 mois a été sollicitée à hauteur de 19,9 % des titres émis, contre 13,8 % en novembre et celle de 1 mois à 3 mois a constitué 72,9 % des émissions, contre 78,5 % au cours du mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	25,4	19,9
De 1 mois à moins de 3 mois.....	92,8	72,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	9,0	7,1
De 6 mois à un an.....	0,1	0,1
Total.....	127,3	100,0



Les taux payés se sont nettement repliés sur l'ensemble des maturités comprises entre dix jours et six mois avec des retraits s'établissant entre 50 points de base et 60 points de base.

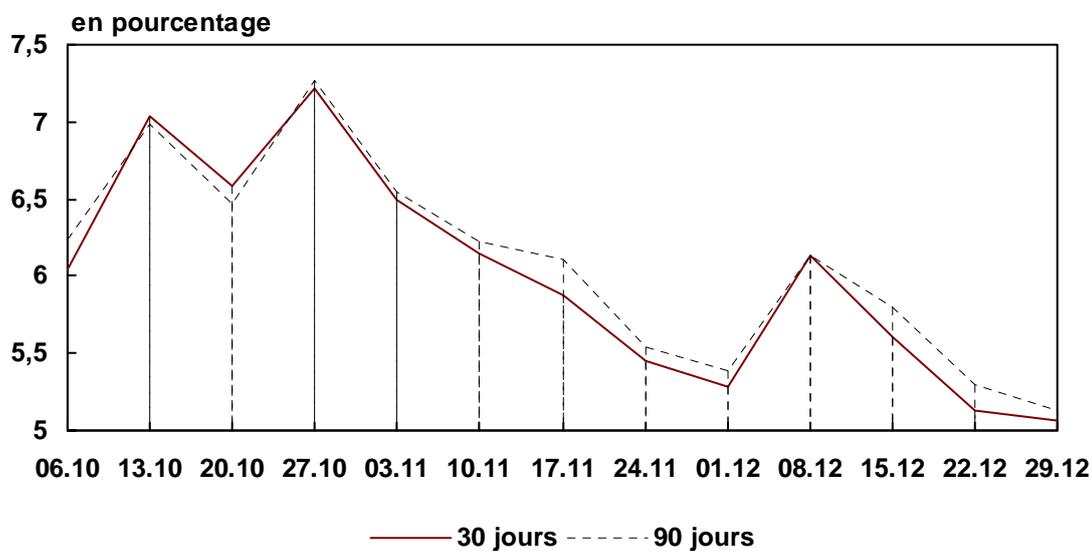
TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		27 novembre au 1 décembre	4 au 8 décembre	11 au 15 décembre	18 au 22 décembre	26 au 29 décembre
		Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,10	5,40	5,00	4,96	4,75
	Plus haut	6,25	6,70	5,90	5,33	5,20
TIOP à un mois	Plus bas	5,25	5,63	5,39	5,16	4,88
	Plus haut	6,23	6,64	5,88	5,35	5,16

Actualité

**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 8 janvier 1996

Répartition par catégorie de détenteurs

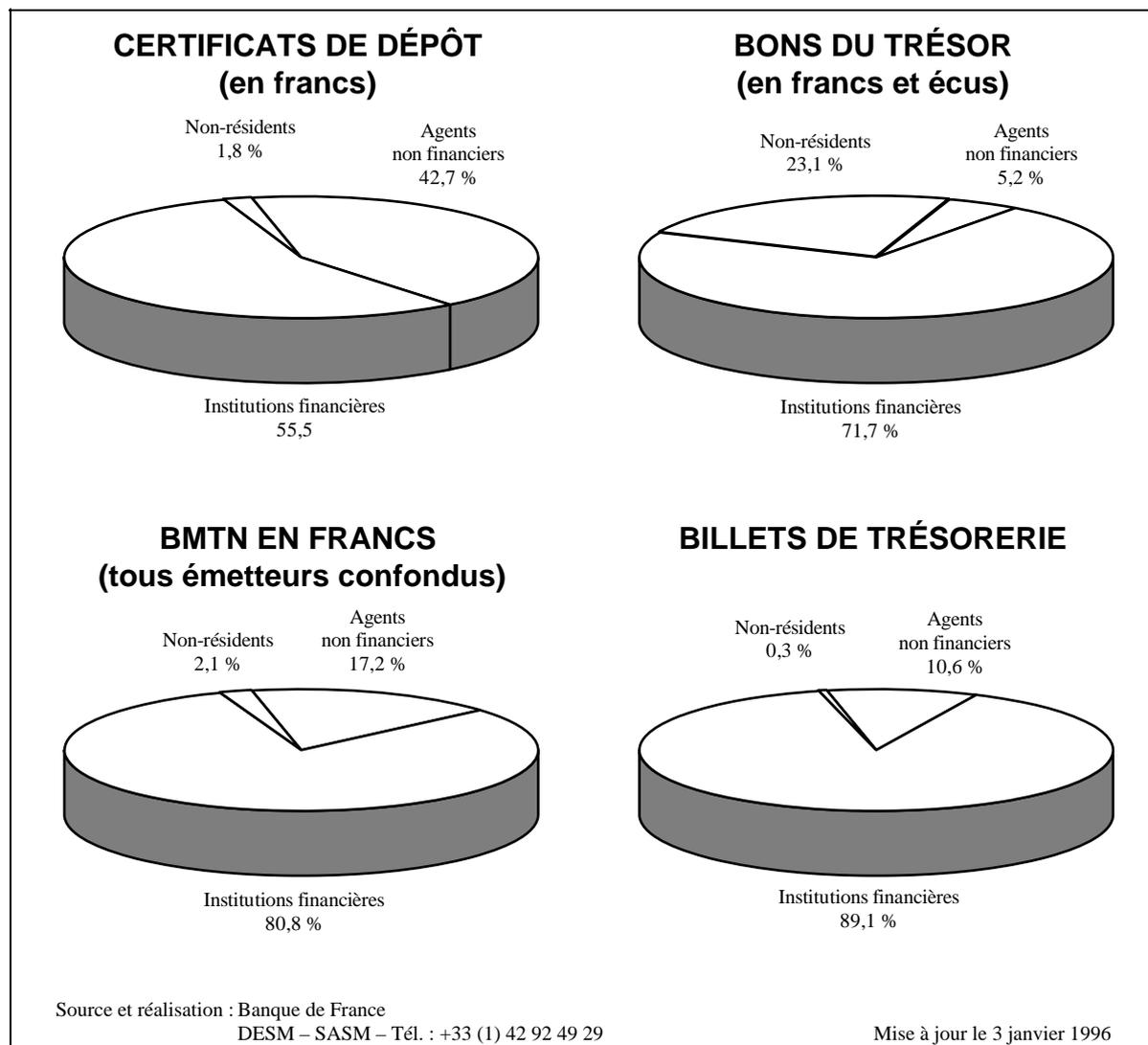
(statistiques à fin novembre 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables émis sur le marché monétaire s'est contracté de 76 milliards de francs en novembre, pour revenir à 2 601,4 milliards. Ce repli résulte principalement d'une contraction sensible de l'encours des certificats de dépôt en francs (- 31,2 milliards) et de celui des bons du Trésor (- 47,8 milliards). Le montant des billets de trésorerie s'est quant à lui légèrement accru en novembre (+ 8,2 milliards de francs).

La part de détention des agents non financiers résidents s'est affaiblie en novembre pour les certificats de dépôt (- 1,6 point) et les bons du Trésor (- 0,6 point). Elle est en revanche restée pratiquement stable pour les bons à moyen terme négociables (+ 0,1 point) et s'est accrue pour les billets de trésorerie (+ 0,8 point).

La part de détention des non-résidents en bons du Trésor s'est accrue de 1 point en novembre.

La position des institutions financières s'est réduite en novembre sur les bons du Trésor (- 0,4 point) et les billets de trésorerie (- 1,1 point). Elle s'est en revanche renforcée sur les certificats de dépôt (+ 1,5 point).



5.2.2. Les Sicav

En novembre 1995, l'actif net des Sicav s'établit à 1 676,7 milliards de francs, soit une progression de 54,3 milliards, après une baisse de 75,1 milliards en octobre. Seules les Sicav monétaires ont été l'objet de souscriptions nettes fortement positives, émanant principalement de sociétés (après des retraits importants le mois précédent). Les désinvestissements nets sur les autres catégories de Sicav ont été compensés par la progression des marchés sur lesquels les OPCVM étaient investis.

L'actif net des Sicav monétaires s'est accru de 52,9 milliards de francs, pour atteindre 935,9 milliards. Les souscriptions nettes ont atteint 44,3 milliards de francs (après des retraits nets de 71,5 milliards en août).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » continue de décroître et s'est établi en novembre à 457,6 milliards de francs. Les rachats nets, ininterrompus depuis plus d'un an, se sont élevés à 11,4 milliards de francs au cours du dernier mois. L'effet performance a progressé et atteint 7,4 milliards de francs.

Les encours des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » se sont accrus respectivement de 3,2 milliards de francs (avec 2,1 milliards de rachats nets) et 2 milliards (avec 0,7 milliard de rachats nets) pour s'établir à 169,4 milliards et 112,2 milliards.

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)

(en milliards de francs)

		1994	1995		
		Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
Sicav monétaires	Actif net	965,3	946,5	883,0	935,9
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	-20,5	-71,5	44,3
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-153,7	-72,3	-143,7	-99,5
Sicav obligations	Actif net	500,7	467,6	461,5	457,6
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-5,7	-9,2	-11,4
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-113,0	-52,3	-61,6	-72,9
Sicav actions	Actif net	180,5	170,1	166,2	169,4
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-1,2	-1,7	-2,1
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	8,6	-6,1	-7,7	-9,8
Sicav diversifiées	Actif net	119,4	112,0	110,2	112,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-0,8	-1,1	-0,7
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-5,9	-9,3	-10,4	-11,1
Sicav garanties	Actif net	1,3	1,3	1,5	1,6
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	0,1
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	0,0	0,0	0,0	0,1
Total Sicav	Actif net	1 767,2	1 697,5	1 622,4	1 676,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	-28,1	-83,4	30,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	-263,9	-140,0	-223,4	-193,3

(a) Données brutes

Source : Commission des opérations de bourse – Fininfo

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 14 décembre 1995

5.2.3. Le marché primaire obligataire en novembre

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par des mouvements sociaux de grande ampleur, la reprise des émissions observée fin novembre à la suite de l'annonce du plan de réforme de la Sécurité sociale s'est confirmée au cours de la première quinzaine de décembre, tant sur le marché intérieur (emprunt Banque française du commerce extérieur de 3 milliards de francs) que sur le compartiment de l'eurofranc (emprunt Crédit local de France de 5 milliards de francs). À compter du 20 décembre, les émetteurs ont cependant observé la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

Toutefois, la collecte reflète imparfaitement cette évolution, en raison du décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Ainsi, les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue sont revenues de 31 milliards de francs à 28 milliards. Près de 83 % des titres réglés en décembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant 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			
Novembre 1995	Décembre 1995	Année 1995	Année 1994		Novembre 1995	Décembre 1995	Année 1995	Année 1994
MARCHÉ INTÉRIEUR								
22,4	16,4	263,9	261,5	État	22,4	14,0	212,8	195,1
8,6	4,9	68,2	67,9	Établissements de crédit et assimilés	- 0,5	- 5,7	- 2,2	- 16,0
0,1	1,7	32,1	44,4	Sociétés non financières	- 6,0	- 1,0	4,6	6,1
-	0,3	1,0	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 0,5	- 3,3	19,0
31,1	23,3	365,2	398,4	Ensemble des résidents	15,7	6,7	211,9	204,2
-	-	6,0	5,0	Non-résidents	-	- 0,1	4,7	3,7
31,1	23,3	371,3	403,4	TOTAL	15,7	6,7	216,6	207,9
1,5	-	13,7	8,7	dont émissions en écus (b)	1,5	-	13,7	6,5
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
-	2,5	6,9	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 0,5	- 0,9	- 17,3	32,1
-	-	4,3	14,4	Sociétés non financières	-	- 0,5	2,6	11,9
-	-	-	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	-	0,5
-	2,5	11,2	61,6	Ensemble des résidents	- 0,5	- 1,4	- 14,7	44,5
-	2,4	37,4	78,7	Non-résidents	- 0,8	0,5	17,5	67,9
-	4,9	48,7	140,3	TOTAL	- 1,3	- 0,9	2,8	112,4
-	-	-	5,0	dont émissions en écus	-	-	- 9,3	- 4,3
-	-	-	4,3	dont émissions en écus des résidents	-	-	- 5,2	-
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)								
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.								
Source et réalisation : Banque de France								
DESM - PVM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 23								
Mise à jour le 8 janvier 1996								

La **collecte des résidents** est ressortie à 26 milliards de francs (31 milliards en novembre), soit 91 % des émissions réglées en décembre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1995	Décembre 1995	Année 1995	Année 1994		Novembre 1995	Décembre 1995	Année 1995	Année 1994
ÉMISSIONS en FRANCS								
20,8	16,4	250,2	252,8	État	20,8	14,0	199,1	188,6
8,6	7,5	75,2	109,9	Établissements de crédit et assimilés	- 1,0	- 6,6	14,3	15,7
0,1	1,7	36,5	58,9	Sociétés non financières	- 6,0	1,5	7,1	18,0
-	0,3	1,0	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,2	- 0,5	- 3,3	19,9
29,5	25,8	362,8	447,0	Ensemble des résidents	13,6	5,4	188,5	242,2
-	2,4	43,5	83,1	Non-résidents	- 0,8	0,5	26,4	75,9
29,5	28,2	406,3	530,1	TOTAL	12,8	5,8	214,9	318,1
29,5	23,3	357,6	394,8	dont émissions intérieures	14,1	6,7	202,8	201,3
29,5	23,3	351,5	389,8	dont émissions intérieures des résidents	14,1	6,7	198,2	197,7
ÉMISSIONS en ÉCUS								
1,5	-	13,7	8,7	État	1,5	-	13,7	6,5
-	-	-	4,3	Établissements de crédit et assimilés	-	-	- 5,2	0,4
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	- 0,3
1,5	-	13,7	13,0	Ensemble des résidents	1,5	-	8,6	6,6
-	-	-	0,7	Non-résidents	-	-	- 4,2	- 4,3
1,5	-	13,7	13,7	TOTAL	1,5	-	4,4	2,3
1,5	-	13,7	8,7	dont émissions intérieures	1,5	-	13,7	6,5
1,5	-	13,7	8,7	dont émissions intérieures des résidents	1,5	-	13,7	6,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB								
Source et réalisation : Banque de France DESM - PVM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 23								
Mise à jour le 8 janvier 1996								

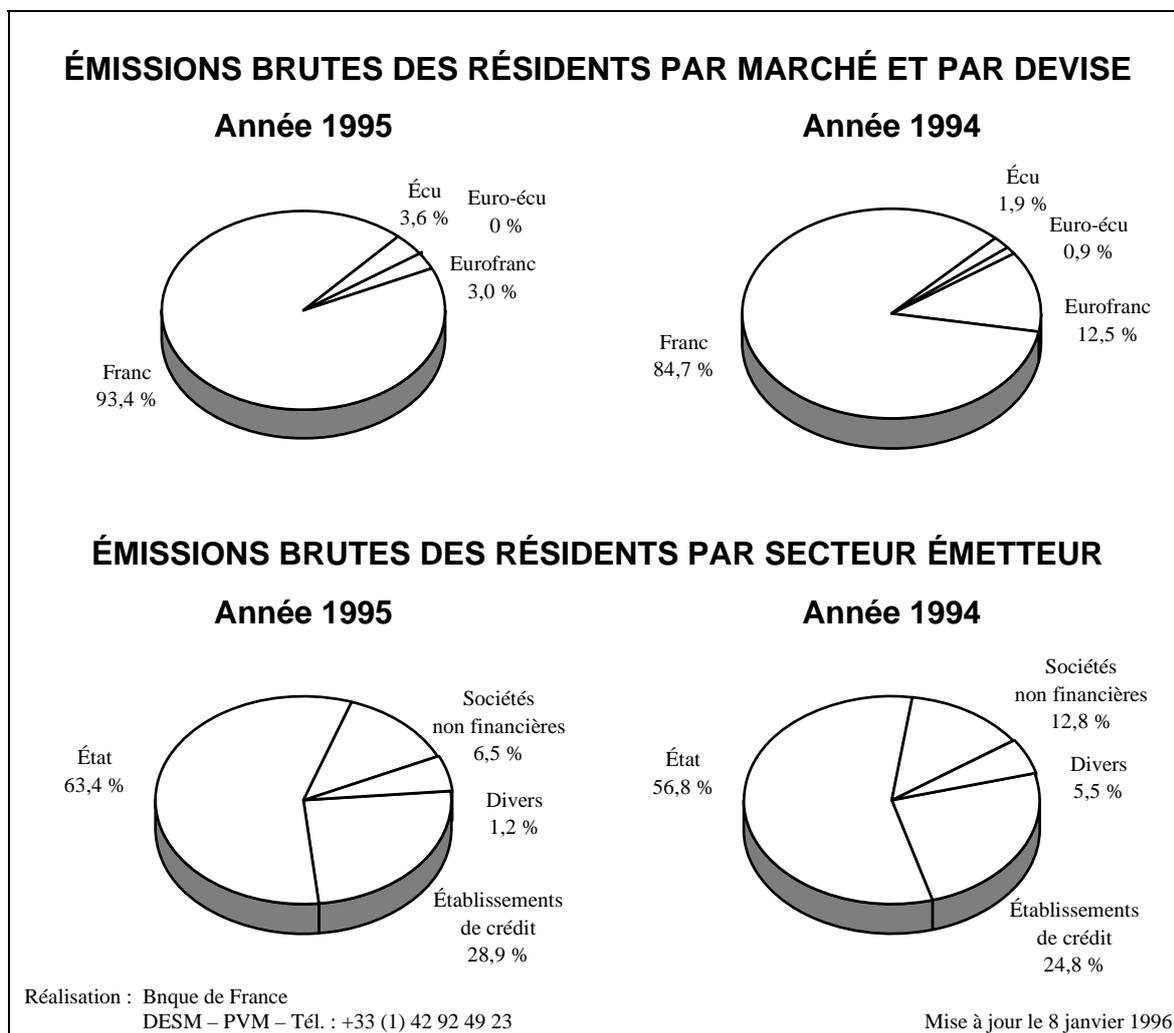
Les émissions de l'**État** se sont élevées à 16,4 milliards de francs (20,8 milliards en novembre). Les fonds ont été levés sur une ligne, l'OAT 7,25 % avril 2006, créée en octobre dernier¹. Lors de l'adjudication du 7 décembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 12,2 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,1 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 6,88 %, en baisse de 41 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée en totalité sur le marché intérieur², a atteint près de 10 milliards de francs (9 milliards en novembre et 10 milliards en octobre). Les **établissements de crédit** et les **sociétés financières** ont levé respectivement 8 milliards de francs et 2 milliards.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 21 décembre) ont atteint 1,1 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 6,61 %.

² En raison de l'interdiction — renouvelée fin 1994 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.

Les **émetteurs non résidents**, qui n'avaient enregistré aucun règlement de fonds sur le marché du franc en novembre, ont recueilli plus de 2 milliards de francs en décembre.



Au terme de l'année 1995, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 377 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (447 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.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé leur appel au compartiment international (3 % 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 année sur l'autre. La part de l'État a représenté plus de 63 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 par les résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 97 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

5.2.4. Le marché primaire des actions en novembre ¹

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Octobre 1995	Novembre 1995	11 mois 1995	11 mois 1994	Année 1994
TOTAL ÉMIS (a)	18,6	7,9	212,7	239,5	267,6
dont :					
– émissions de titres cotés (b)	2,8	0,5	35,3	72,7	74,6
– émissions avec appel public à l'épargne (c)	1,5	0,3	37,2	75,0	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 Sources : Crédit lyonnais (jusqu'en mars 1995) Société des bourses françaises et Banque de France (depuis avril 1995) Réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23					
Mise à jour le 8 janvier 1996					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 8 milliards de francs en novembre, contre 18 milliards en octobre. Au terme des onze premiers mois, leur montant (213 milliards de francs) a fléchi de 27 milliards d'une année à l'autre.

Les émissions de titres cotés ont diminué de plus de 2 milliards de francs d'un mois à l'autre. À fin novembre, elles n'atteignaient que 35 milliards de francs, soit 17 % du montant total des émissions d'actions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

¹ 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

L'indice CAC 40 a suivi une évolution contrastée au cours du mois. Orienté à la hausse durant la première décade, il a enregistré ensuite un net repli avant de se redresser au cours des deux dernières semaines.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris s'est, dans un premier temps, inscrite en hausse dans le sillage des principales autres places mondiales et en raison du mouvement de détente des taux directeurs en Europe.

Après un repli sensible, quoique temporaire, qui a été notamment lié à l'évolution de Wall Street, l'indice CAC 40 a retrouvé une orientation haussière encouragée par l'apaisement progressif des tensions sociales et l'annonce, à l'issue du sommet social du 21 décembre, de mesures de soutien de l'économie.

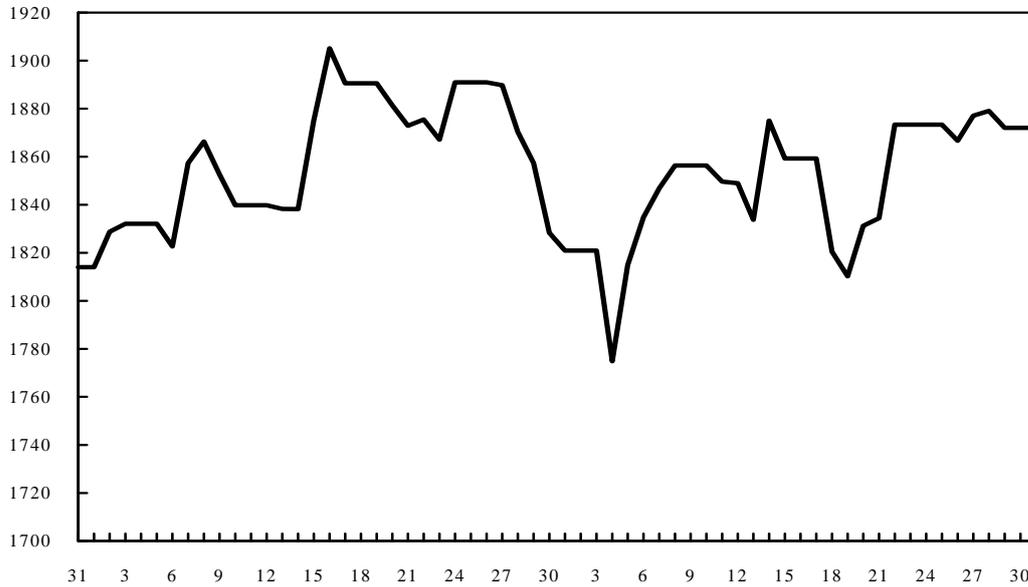
Au total, les cours sur un mois accusent une hausse de 2,39, mais d'une fin de l'année à l'autre, l'indice CAC 40 est resté pratiquement inchangé (-0,49 %), alors que plusieurs grandes places internationales ont fortement progressé et ont terminé l'année sur des niveaux proches de leurs records historiques.

INDICES BOURSISERS				
	30 novembre 1995	31 décembre 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones)	5 074,49	5 117,12	0,84	33,45
Londres (FT 100)	3 664,30	3 689,30	0,68	20,35
Tokyo (Nikkei).....	18 744,42	19 868,15	6,00	0,74
Paris (CAC 40).....	1 828,28	1 871,97	2,39	-0,49
Francfort (Dax)	2 242,83	2 253,88	0,49	6,99

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

Mise à jour le 3 janvier 1996

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 3 janvier 1996

5.3.2. La tendance au début du mois de janvier

(arrêtée au 8)

La Bourse de Paris a vivement progressé durant les deux premières séances de l'année. Par la suite, des prises de bénéfices ont affecté la tendance. L'indice CAC 40 a clôturé à 1 916,56 à l'issue de la séance du 8, ce qui représente une hausse de 2,4 % par rapport au niveau atteint à la fin de 1995.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En novembre, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 1,4 %, alors qu'il s'était réduit de 1,3 % le mois précédent. Les moyens de paiement (M1), dont l'évolution au mois le mois est irrégulière, se sont accrus de 1,9 %, après avoir diminué de 2,7 % en octobre. La croissance des placements sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) est restée soutenue (+ 1,1 %, après + 1,3 % le mois précédent). Les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2), après avoir diminué de 1,8 % en octobre, ont augmenté de 1,1 % en novembre, la reprise des avoirs en titres d'OPCVM monétaires ayant plus que compensé le recul des placements en titres de créances négociables et des comptes à terme.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 reste modérée (+ 1,7 %). Celle de M2 reste ferme (+ 4,2 %). La croissance de l'agrégat M3 continue, quant à elle, de s'inscrire sur un rythme proche de sa norme de progression de moyen terme (+ 3,9 % sur douze mois et + 4,6 % en rythme annuel sur les six derniers mois).

Le développement de l'épargne contractuelle (P1) se maintient sur la tendance des mois précédents (+ 11,5 %). Les principales composantes de P1, les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire, augmentent au rythme annuel de 13,5 % et 15,1 % respectivement.

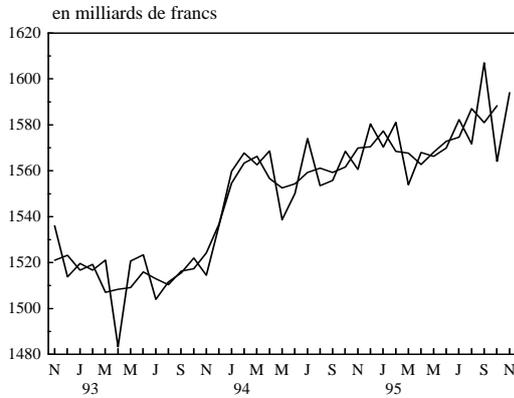
À fin octobre, la progression annuelle de l'endettement intérieur total (+ 4,8 %) reste proche de la tendance des derniers mois. Les financements de marché, dont ceux émis par l'État restent la composante la plus dynamique, ont poursuivi leur croissance à un rythme toujours vif (+ 13,2 % sur un an), tandis que les crédits distribués à l'économie ont progressé de façon plus modérée qu'à fin septembre (+ 0,2 %, contre + 1,1 %).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

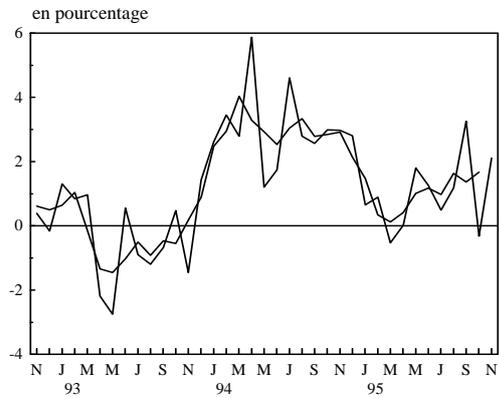
Actualité

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin novembre 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 :	
			Septembre 1995 (a) en pourcentage	Octobre 1995 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 563,7	1,9	1,4	1,7
– M2	2 927,6	1,5	4,1	4,2
– M3	5 302,5	1,4	4,4	3,9
– M4	5 377,9	1,2	4,7	4,1
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 563,2	1,5	11,3	11,5
Statistiques à fin octobre 1995		Variations sur 12 mois en glissement		
		Août 1995 en pourcentage	Septembre 1995 en pourcentage	Octobre 1995 en pourcentage
AGRÉGATS DE CRÉDIT				
– Endettement intérieur total	10 558,1	5,0	5,3	4,8
– Ensemble des crédits à l'économie	6 396,8	1,0	1,1	0,2
– Crédits des banques à l'économie	3 591,5	0,5	0,7	-0,3
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 1,6 % ; M2 : 4,3 % ; M3 : 4,5 % ; M4 : 4,7 % ; P1 : 11,5 %				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29				
Mise à jour le 3 janvier 1996				

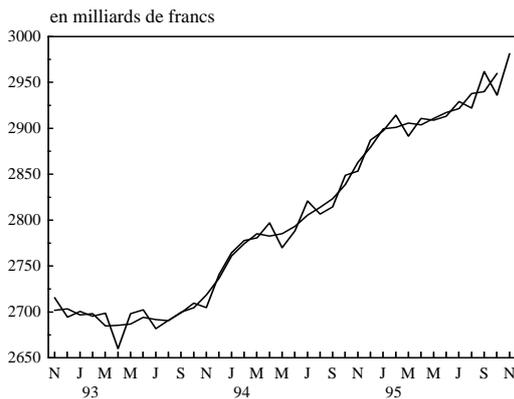
M1
Encours cvs



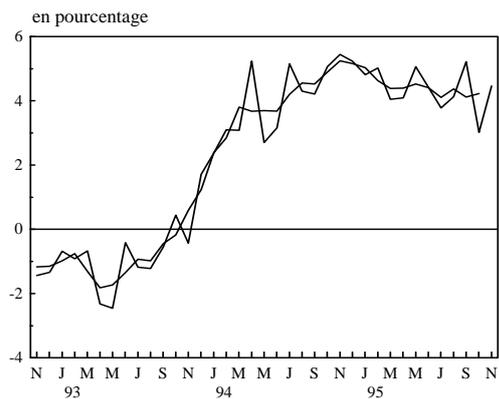
M1
Glissements sur 12 mois



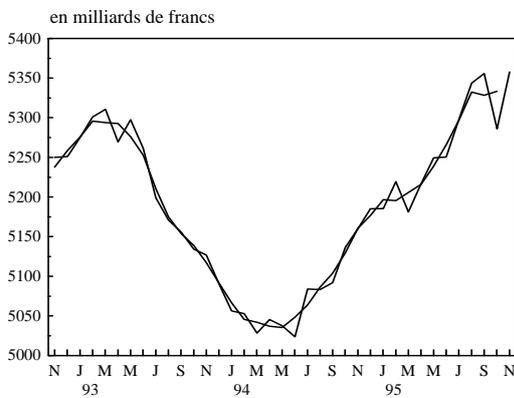
M2
Encours cvs



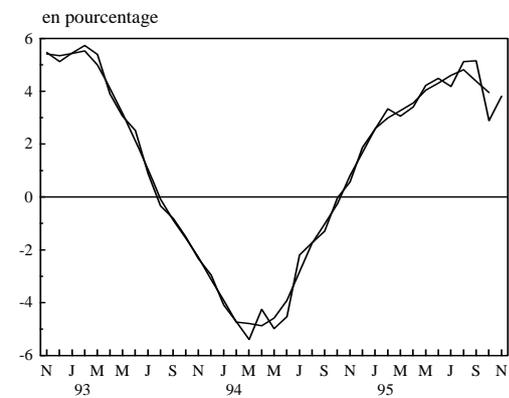
M2
Glissements sur 12 mois



M3
Encours cvs



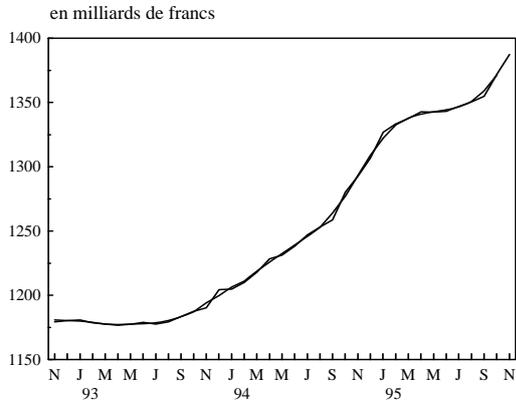
M3
Glissements sur 12 mois



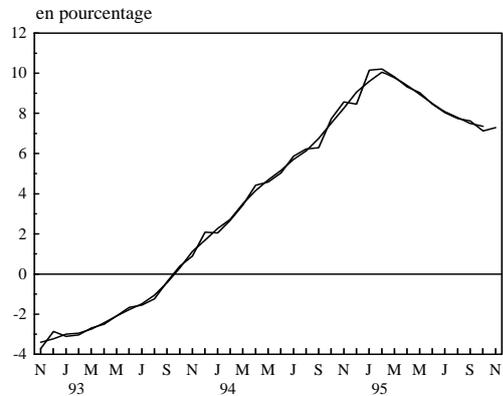
— fin de mois — moyenne trimestrielle centrée

— fin de mois — moyenne trimestrielle centrée

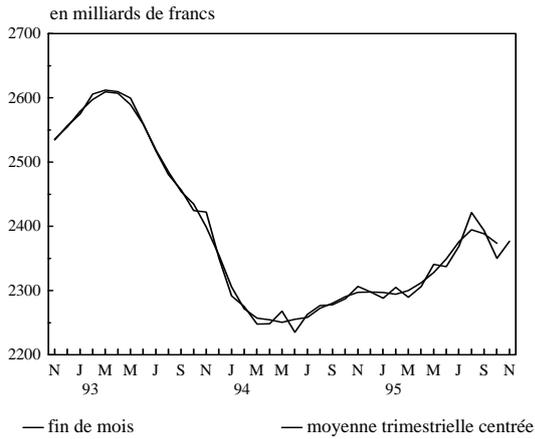
M2 – M1
Encours cvs



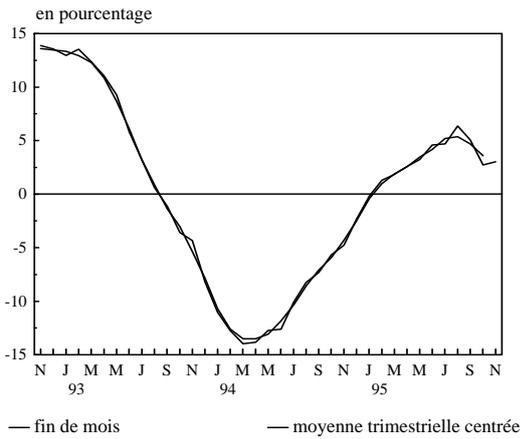
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



M3 – M2
Encours cvs



M3 – M2
Glissements sur 12 mois



LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1(a)

Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

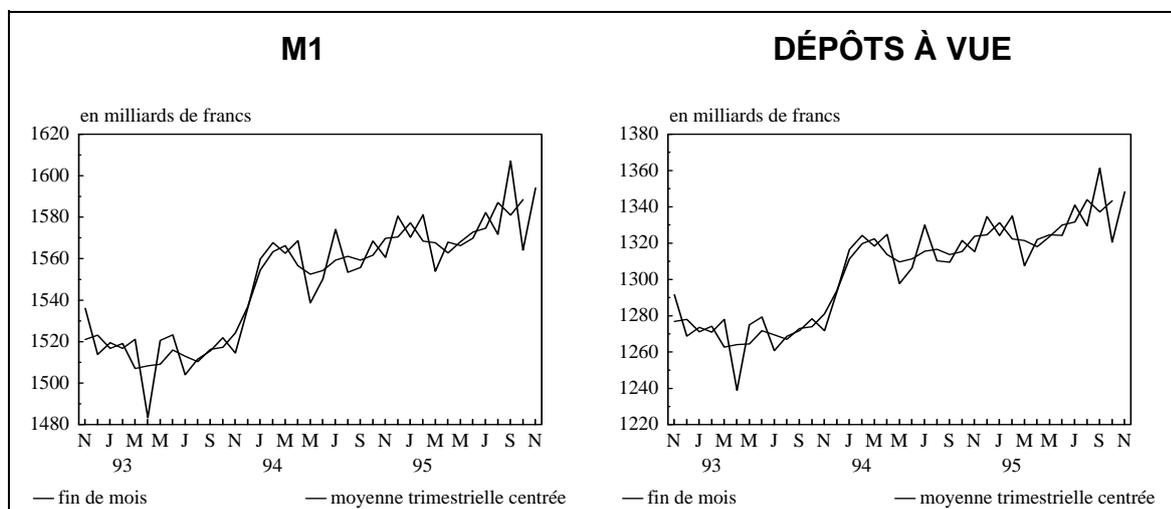
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin novembre 1995)

M1

En novembre, l'agrégat de monnaie M1 s'est accru de 1,9 %, après avoir diminué de 2,7 % le mois précédent. Sur un an, la progression de M1 s'est établie à + 1,7 % (après + 1,4 % fin octobre).

Les dépôts à vue, dont l'évolution au mois le mois est assez irrégulière, se sont accrus de 2,1 %, alors qu'ils s'étaient réduits de 3,0 % le mois précédent. En revanche, leur croissance annuelle a peu varié (+ 2,1 % à fin novembre, contre + 1,8 % à fin octobre et + 2,1 % à fin septembre).



Le montant des billets et monnaies en circulation s'est accru de 0,9 % en novembre (après - 0,9 % en octobre). Toutefois, il ressort en léger repli en glissement sur douze mois (- 0,5 %, après - 0,7 % à fin octobre).

M2 - M1

La croissance des livrets à taux réglementés a de nouveau été soutenue en novembre, atteignant 1,1 %, après 1,3 % en octobre. En rythme annuel, leur croissance s'établit à + 7,3 % à fin novembre, après + 7,5 % à fin octobre et + 7,8 % à fin septembre.

La progression des livrets A est restée pratiquement la même en novembre qu'en octobre (+ 0,9 %, après + 1,0 %), alors que la croissance des livrets bleus a été sensiblement plus soutenue, s'élevant à + 1,9 %, après + 1,5 % en octobre. Au total, sur douze mois, la progression de l'ensemble des premiers livrets s'est renforcée, s'établissant à + 5,5 %, après + 5,2 % à fin octobre et à fin septembre.

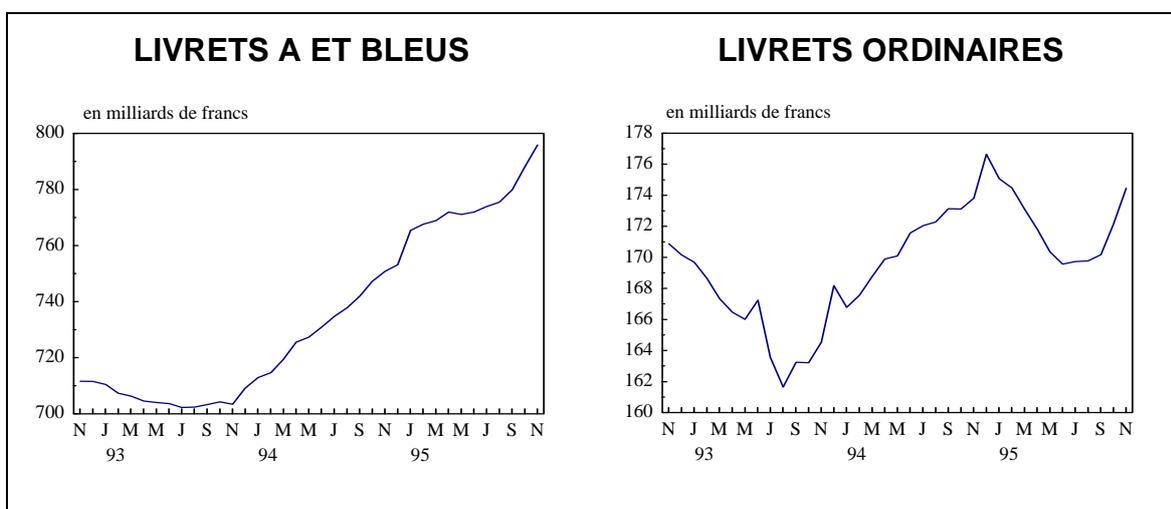
Les placements sur les comptes d'épargne-logement ont assez fortement augmenté pour le deuxième mois consécutif (+ 1,6 % en novembre, après + 1,2 % le mois précédent). Sur douze mois, leur progression se redresse aussi (+ 1,1 %, contre + 0,6 % à fin octobre).

¹ 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.

Les comptes pour le développement industriel (Codevi) se sont accrus de 1,7 % en novembre, après 1,2 % en octobre. Sur douze mois, la progression des Codevi est revenue de 37,0 % à 31,1 % à fin novembre, en raison d'un effet de base lié au relèvement du plafond des dépôts (30 000 francs) intervenu en octobre 1994.

Le renforcement graduel de la progression des livrets d'épargne populaire, observé depuis juillet, s'est poursuivi en novembre (+ 1,4 %, après + 1,2 % le mois précédent). Sur douze mois, leur encours s'est accru de 11,3 %, comme à fin octobre.

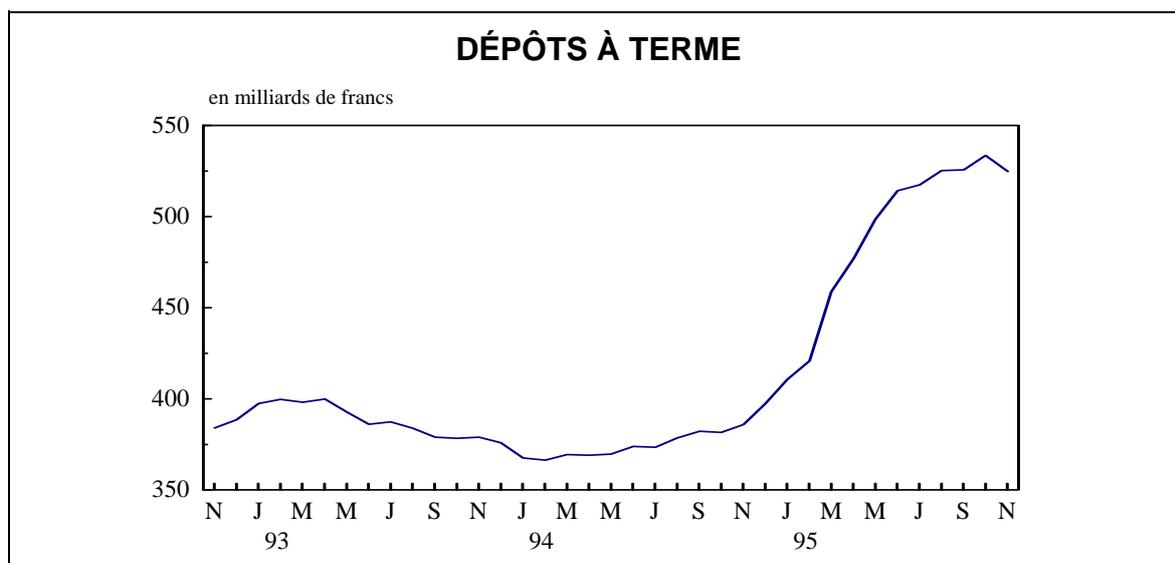
Les livrets soumis à l'impôt ont nettement progressé pour le deuxième mois consécutif (+ 1,3 % en novembre, après + 1,2 % le mois précédent). De ce fait, leur recul en glissement annuel s'est amoindri (- 0,7 % à fin novembre, après - 1,3 % à fin octobre).



M3 – M2

Les placements à taux de marché regroupés dans l'agrégat M3 – M2 ont progressé de 1,1 % en novembre, alors qu'ils avaient diminué de - 1,1 % en septembre et de - 1,8 % en octobre. Toutefois, leur progression sur douze mois s'est affaiblie à fin novembre (+ 3,6 %, après + 4,7 % à fin octobre).

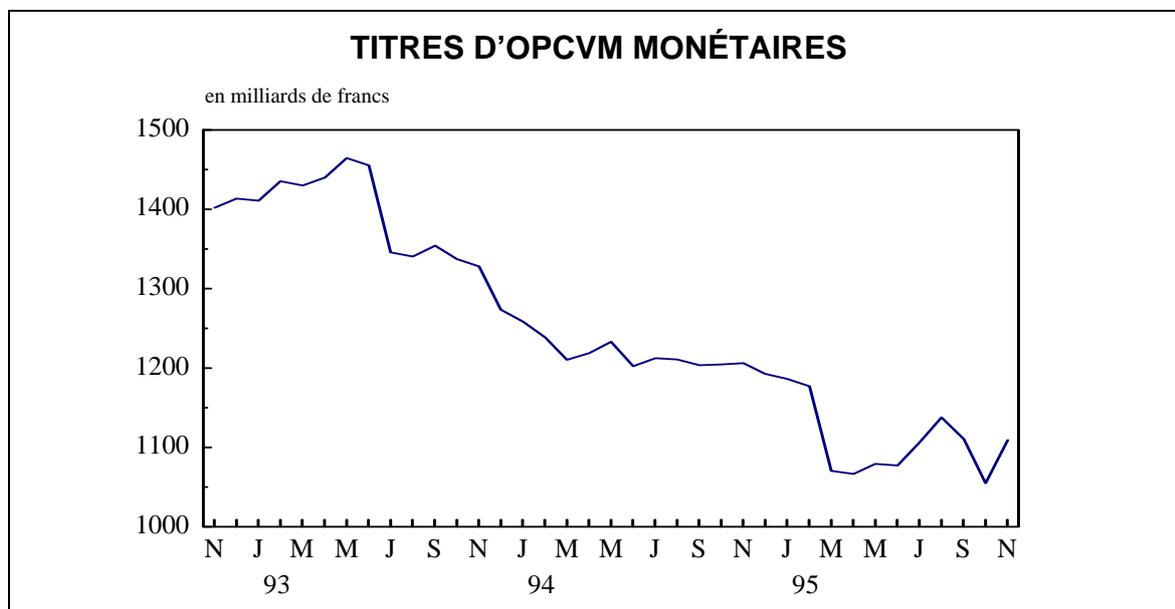
Les dépôts à terme se sont nettement inscrits en baisse pour la première fois depuis octobre 1994 (- 1,7 % en novembre, après + 1,5 % en octobre). Leur progression reste toutefois extrêmement vive sur un an (+ 37,8 %).



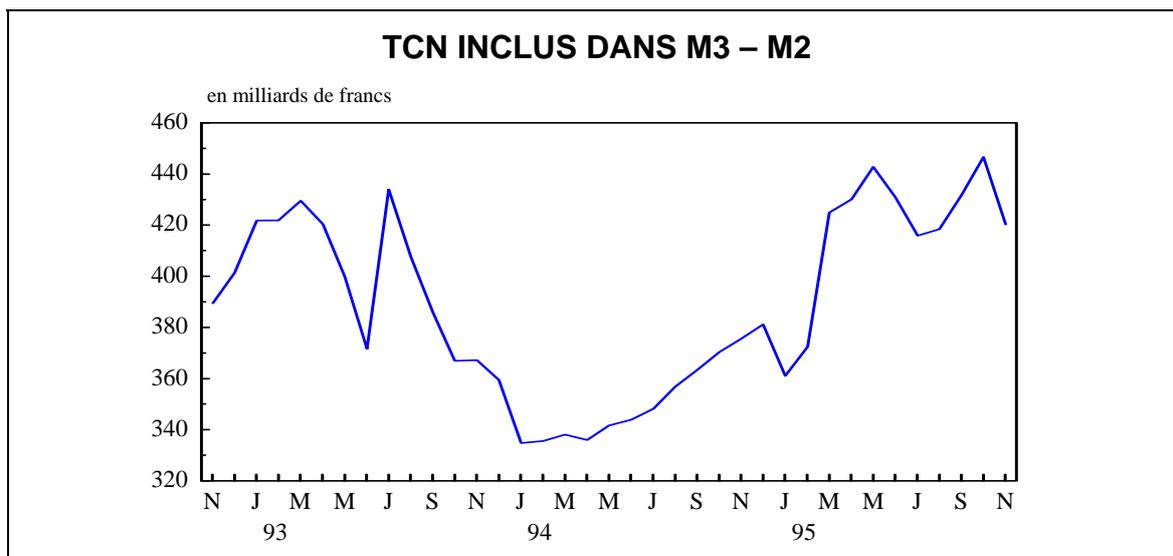
Le montant des bons de caisse et d'épargne a reculé de 1,7 % en novembre et de 7,7 % sur un an.

L'encours des titres d'OPCVM monétaires a pratiquement retrouvé le niveau qu'il atteignait en septembre. Ce mouvement de reprise (+ 5,1 %, après - 5,0 %) est essentiellement lié au retour des investisseurs qui avaient opéré des arbitrages en faveur des titres de créances négociables au moment des tensions observées sur les taux à court terme.

Toutefois, sur un an, les placements en titres d'OPCVM monétaires demeurent en repli sensible (- 9,4 %).



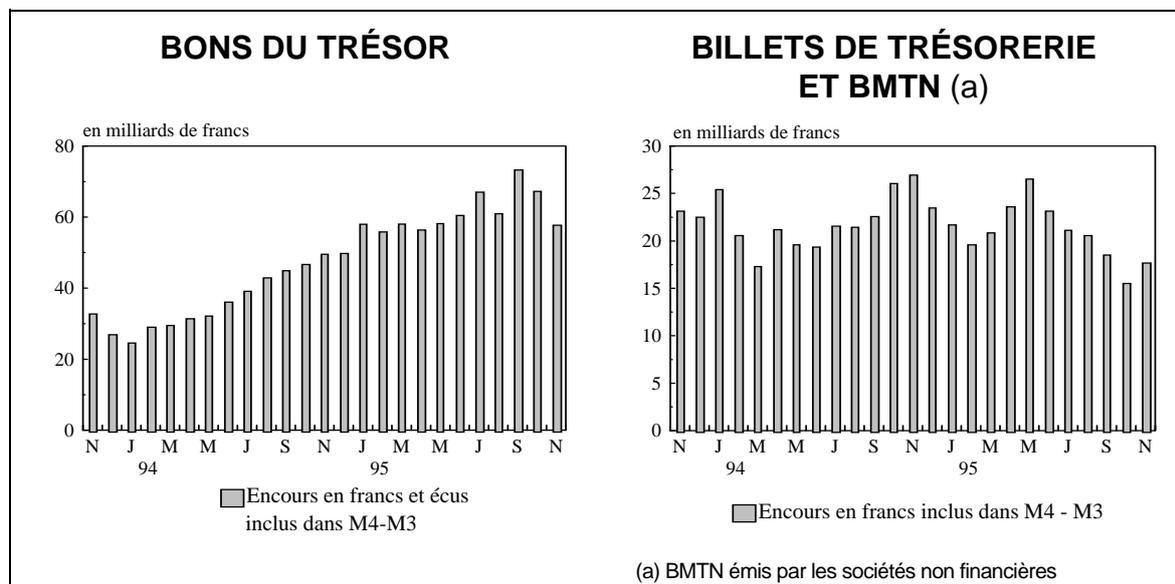
Le montant des titres de créances négociables émis par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers s'est contracté de 5,9 % en novembre, après une progression de 3,4 % en octobre. Sur douze mois, sa progression s'élève à 17,5 % (après 19,5 % à la fin du mois précédent).



M4 – M3

Le volume global des bons du Trésor émis en francs et en écus s'est contracté de 47,8 milliards de francs en novembre pour revenir à 1 105,3 milliards. Le montant détenu par les agents non financiers s'est amoindri dans les mêmes proportions et ressort à 57,7 milliards de francs (– 9,5 milliards).

L'encours des titres de créances négociables émis par les entreprises s'est légèrement accru en novembre pour s'établir à 162,7 milliards de francs (+ 8,2 milliards). Sur ce total, 17,7 milliards de francs sont détenus par le public (+ 2,2 milliards).



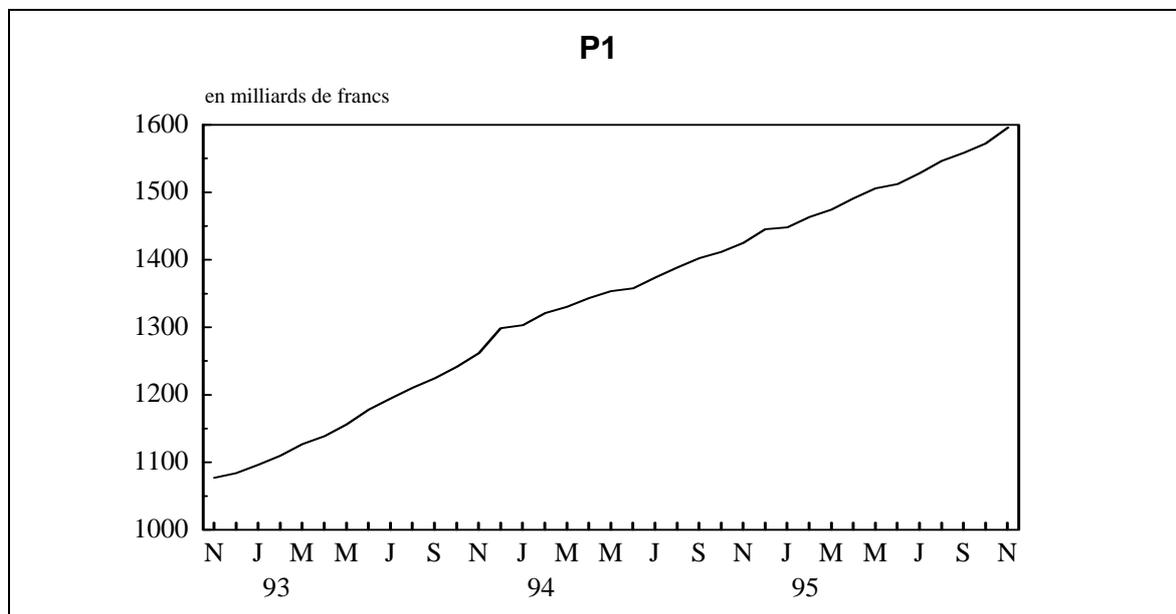
P1

La progression de l'agrégat de placement P1 s'est sensiblement renforcée en novembre (+ 1,5 %, après + 0,9 % en octobre et + 0,8 % en septembre) et atteint + 11,5 % en variation annuelle (après + 11,3 % à la fin du mois précédent).

Les plans d'épargne-logement se sont accrus de 1,5 %, comme en octobre. Sur douze mois, leur progression s'est légèrement renforcée (+ 13,5 %, après + 13,0 % à fin octobre).

La croissance annuelle des plans d'épargne populaire s'est maintenue à fin novembre sur un niveau élevé (+ 15,1 %, après + 15,0 % le mois précédent).

Pour sa part, la progression annuelle des titres d'OPCVM garantis s'est légèrement affaiblie (+ 17,5 %, après + 19,8 % à fin octobre).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin octobre 1995) ¹

Vue d'ensemble

Les crédits à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit se sont contractés de 0,7 % en octobre, après plusieurs mois de hausse. Toutefois, en glissement sur douze mois, leur variation est demeurée positive (+ 0,2 %, après + 1,1 % en septembre).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR L'ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1995			1994	1995	
	Août	Septembre	Octobre	Décembre	Septembre	Octobre
TOTAL avant défaillance	0,3	0,2	-0,7	-1,3 (a)	1,1 (b)	0,2 (b)
TOTAL après défaillance	0,3	0,2	-0,7	-1,3	1,1	0,2
SOCIÉTÉS	0,2	0,2	-1,2	-2,1	0,7	-0,5
MÉNAGES	0,0	-0,1	0,0	0,8	0,6	0,4
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	0,7	2,5	-1,9	-4,5	4,1	2,4

(a) Les redressements liés aux opérations de défaillance se sont élevés à 2,7 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.
(b) Les redressements liés aux opérations de défaillance ont été nuls 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 28 décembre 1995

Les crédits aux sociétés ont reculé de 1,2 % (après + 0,2 % en août et septembre). Aussi, sur un an, leur mouvement de hausse constaté depuis deux mois s'est-il interrompu (- 0,5 % à fin octobre, après + 0,7 % à fin septembre). Pour leur part, les concours aux ménages se sont stabilisés (après - 0,1 % le mois précédent) et, sur douze mois, leur croissance a continué de se ralentir (+ 0,4 %, après + 0,6 % à fin septembre et + 1,1 % à fin août). L'encours des crédits aux autres agents résidents s'est replié de 1,9 %, après une forte hausse en septembre (+ 2,5 %).

¹ 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

Les crédits distribués par les banques se sont légèrement réduits en octobre (-0,4 %, après +0,4 % en septembre) sous l'effet d'une baisse des crédits aux sociétés (-2,1 %, après +0,6 % en septembre, ce qui porte leur repli en glissement annuel à -3,7 %, après -2,0 % à fin septembre). Les crédits aux ménages ont peu varié (+0,1 %, après être restés stables en septembre) et, en glissement sur douze mois, leur progression a continué de se réduire (+0,6 %, après +0,8 % à fin septembre et +1,4 % à fin août). En revanche, les crédits aux autres agents ont enregistré une hausse de 3,9 % (après +3,7 % en septembre) du fait d'une augmentation des crédits de trésorerie aux administrations publiques. Sur douze mois, leur croissance s'est cependant ralentie (+2,8 %, après +5,5 % à fin septembre).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES

(en pourcentage)

	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1995			1994	1995	
	Août	Septembre	Octobre	Décembre	Septembre	Octobre
TOTAL avant défaisance	0,3	0,4	-0,4	-1,0 (a)	0,7 (b)	-0,3 (b)
TOTAL après défaisance	0,3	0,4	-0,4	-2,1	-0,3	-1,3
SOCIÉTÉS	0,6	0,6	-2,1	-5,5	-2,0	-3,7
– Investissement des sociétés	-0,3	0,5	0,1	-4,6	0,3	0,4
– Trésorerie des sociétés	2,2	0,6	-2,0	-5,5	3,1	1,1
– Autres crédits	-1,2	0,6	-4,6	-6,6	-11,8	-14,9
MÉNAGES	-0,1	0,0	0,1	1,1	0,8	0,6
– Habitat ménages	0,0	0,0	0,0	2,3	1,8	1,7
– Trésorerie des particuliers	-0,1	1,0	0,1	-0,3	0,4	-0,1
– Autres crédits	-0,4	-0,6	0,1	-0,7	-1,2	-1,5
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	0,7	3,7	3,9	3,2	5,5	2,8

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 40,1 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.
(b) 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 28 décembre 1995

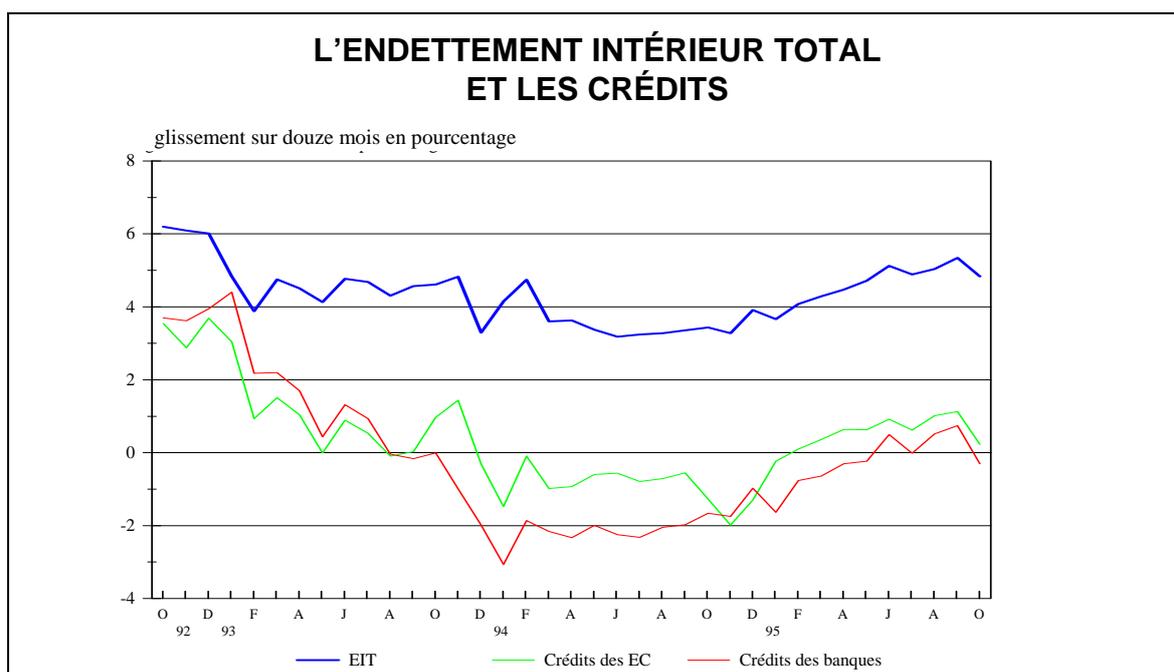
Les crédits à l'investissement aux sociétés ont enregistré une légère hausse (+0,1 %, après +0,5 % en septembre). En glissement annuel, leur croissance a continué de se renforcer (+0,4 %, après +0,3 % à fin septembre). Les crédits de trésorerie des sociétés ont marqué un recul de 2,0 % (après +0,6 % en septembre) et leur progression sur douze mois s'est atténuée (+1,1 %, après +3,1 % à fin septembre).

La stabilité des crédits à l'habitat des ménages, constatée depuis août, s'est poursuivie en octobre. Aussi, sur un an, leur progression a-t-elle continué de se ralentir (+1,7 %, après +1,8 % à fin septembre et +2,3 % à fin août). Pour leur part, les crédits de trésorerie attribués aux particuliers ont faiblement augmenté (+0,1 %, après +1,0 % en septembre), malgré la mise en place de nouvelles primes pour l'achat d'automobiles. En glissement annuel, leur variation, positive depuis près de 18 mois, s'est inscrite en légère baisse (-0,1 %).

6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin octobre 1995)

La croissance de l'endettement intérieur total a été moins marquée à fin octobre (+ 4,8 %) qu'à fin septembre (+ 5,3 %) en raison du repli de l'endettement des sociétés (- 0,9 %, après + 0,4 % en septembre). En outre, la progression de l'endettement des ménages a quelque peu fléchi (+ 0,4 %, après + 0,6 % à fin septembre) de même que celle de l'endettement intérieur total des « autres agents » (+ 1,9 %, après + 3,3 % à fin septembre). En revanche, le développement de l'endettement de l'État a été plus soutenu en octobre (+ 17,6 %) qu'au cours du mois précédent (+ 16,7 %).



La progression annuelle des crédits à l'économie à fin octobre (+ 0,2 %) a été sensiblement inférieure à celle observée à fin septembre (+ 1,1 %) ¹, alors que la croissance des financements collectés sur les marchés internes s'est renforcée (+ 13,2 %, après + 12,6 % à fin septembre).

Les financements obtenus sur le marché monétaire se sont accrus de 16,3 % à fin octobre (après + 13,6 % à fin septembre), du fait de la plus forte progression des bons du Trésor (+ 23,4 %, après + 18,5 %). En revanche, le recul des financements levés sur ce marché par les sociétés s'est amplifié (- 18,4 %, après - 13,2 % à fin septembre).

Le développement des financements obligataires s'est légèrement ralenti à fin octobre (+ 11,5 %, après + 12,0 % à fin septembre). Leur croissance annuelle en ce qui concerne l'État et les sociétés a été moins rapide à fin octobre (respectivement + 14,9 % et + 1,6 %) qu'un mois plus tôt (+ 15,6 % et + 2,0 %). Les financements obligataires obtenus par les autres agents ont, pour leur part, continué à se contracter (- 7,1 % à fin octobre et - 10,2 % à fin septembre).

L'encours des crédits accordés par les non-résidents a augmenté en rythme annuel de 1,4 % à fin octobre (après - 1,1 % à fin septembre) tandis que celui des obligations émises par les sociétés sur les marchés étrangers s'est accru de 4,5 % à fin octobre, après 6,0 % à fin septembre.

¹ L'évolution des crédits à l'économie, principale composante de l'EIT, est décrite au chapitre précédent.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

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

	1994	1995		
	Décembre	Août	Septembre	Octobre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	3,9	5,0	5,3	4,8
– État	18,5	15,7	16,7	17,6
– Sociétés	-1,5	0,2	0,4	-0,9
– Ménages	0,8	1,1	0,6	0,4
– Autres	-2,3	3,1	3,3	1,9
CRÉDITS	-1,3	1,0	1,1	0,2
– Sociétés	-2,1	0,2	0,7	-0,5
– Ménages	0,8	1,1	0,6	0,4
– Autres	-4,5	3,9	4,1	2,4
DETTE NON NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT (a)	40,9	2,1	20,1	16,4
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	13,4	13,6	12,6	13,2
<i>Sur le marché monétaire</i>	15,3	20,3	13,6	16,3
– État	18,5	25,4	18,5	23,4
– Sociétés	-0,7	-6,3	-13,2	-18,4
<i>Sur le marché obligataire</i>	12,5	9,9	12,0	11,5
– État	14,6	13,1	15,6	14,9
– Sociétés	2,0	1,1	2,0	1,6
– Autres (c)	66,3	-9,5	-10,2	-7,1
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	17,0	1,6	-1,1	1,4
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,9	4,9	6,0	4,5
– Sociétés	0,9	4,9	6,0	4,5

(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 2 janvier 1996

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la progression de l'ensemble des contreparties de l'EIT s'est amenuisée, passant de 2,6 points (sur 5,3 points au total) à fin septembre à 1,5 point (sur 4,8 points) à fin octobre.

Dans le même temps, l'apport relatif des éléments d'épargne contractuelle à la croissance des contreparties de l'EIT s'est renforcé (1,4 point sur 4,8 points au total à fin octobre, après 1,4 point sur 5,3 points à fin septembre), tout comme celui des placements à caractère obligataire (0,6 point sur 4,8 points à fin octobre, après 0,6 point sur 5,3 points à fin septembre).

Enfin, l'évolution des concours nets des non-résidents a exercé un impact relatif un peu plus restrictif sur la croissance des contreparties de l'EIT que le mois précédent (-1,3 point à fin octobre sur 4,8 points, après -1,3 point à fin septembre sur 5,3 points).

ENDETTEMENT INTERIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES
Parts dans la progression annuelle

Tableau non disponible

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

POLITIQUE MONÉTAIRE : RÉSULTATS EN 1995 ET PERSPECTIVES POUR 1996

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 18 janvier 1996

J'évoquerai les résultats de 1995 avant de présenter le dispositif de politique monétaire adopté par le Conseil pour 1996.

1. Les résultats de 1995 sont en ligne avec les objectifs que nous nous étions fixés

L'objectif final de la politique monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix, a été atteint. Le relèvement de deux points du taux normal de TVA au 1^{er} août n'a été que partiellement répercuté par les entreprises et a donc eu jusqu'à présent une incidence limitée sur le glissement annuel des prix à la consommation qui était de 1,5 % en juillet, avant la hausse de la TVA, et s'est établi à 2,1 % en décembre. Il demeure ainsi inférieur d'un point à la moyenne de l'Union européenne. En moyenne annuelle, l'indice des prix à la consommation a progressé de 1,7 % en 1995 comme en 1994. Au total, ces résultats paraissent compatibles avec l'objectif final de stabilité des prix.

L'objectif de stabilité externe de la monnaie a été tenu, puisque la stabilité du franc vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen a été assurée, ce qui a substantiellement contribué à limiter l'inflation.

Cette stabilité du franc est allée de pair avec une bonne situation de la compétitivité globale de l'économie française. Les exportations ont, comme les années précédentes, constitué un des principaux moteurs de l'activité. L'excédent des transactions courantes atteint ainsi 77,4 milliards de francs (près de 1 % du PIB) pour les dix premiers mois de 1995, montant très supérieur à celui enregistré à l'issue de la période correspondante de l'année précédente (39,2 milliards).

L'objectif de stabilité interne de la monnaie, défini par une norme de progression de 5 % à moyen terme pour l'agrégat de référence M3, est lui aussi respecté, la progression de M3 s'établissant à 4 % environ. Je rappelle que la vitesse de circulation de M3 avait été fortement perturbée en 1993 par divers facteurs exceptionnels, ce qui a incité le Conseil de la politique monétaire à ne plus définir d'objectif monétaire annuel pour lui substituer une norme de moyen terme.

La croissance de l'agrégat M1 — représentatif des encaisses de transaction — avait été stimulée en 1994 par la reprise de l'activité ; elle s'est ensuite modérée, revenant, en glissement annuel calculé entre moyennes trimestrielles centrées, de 2,9 % en fin d'année 1994 à 1,7 % à fin novembre 1995.

La progression de M2, qui était de 5,2 % en fin d'année 1994, s'établit à 4,2 % à fin novembre 1995. En effet, la croissance de M2 – M1, qui inclut notamment les livrets d'épargne, a continué d'être stimulée par le niveau des taux créditeurs administrés ; elle est demeurée vive, s'établissant respectivement à 8,3 % et 7,3 %.

Perceptible dès la mi-1994, la croissance de M3 s'est amplifiée en 1995. En glissement annuel calculé entre moyennes trimestrielles centrées, elle est passée de 0,8 % en fin d'année 1994 à 3,9 % fin novembre 1995. L'évolution de M3 – M2 s'est très sensiblement raffermie, passant de – 4,3 % fin 1994 à + 3,6 % fin novembre 1995. Notons que, sur les six derniers mois, la progression annualisée de M3 s'établissait à 4,6 % fin novembre 1995.

En ce qui concerne les placements financiers non monétaires dont la Banque de France surveille aussi l'évolution, la progression sur 12 mois de l'agrégat P1 (notamment plans d'épargne et bons de capitalisation) s'est quelque peu accélérée en 1995, passant de 11,3 % en fin d'année 1994 à 11,9 % à fin novembre 1995. La progression de l'agrégat P2 (placements obligataires) s'est raffermie, de 2,9 % à la fin de 1994 à 9,7 % à fin juin 1995, tandis que l'évolution annuelle de P3 (placements en actions) restait négative (– 1,3 % au premier semestre 1995).

Du côté des financements, la croissance de l'endettement intérieur total (EIT) qui s'élevait à 3,9 % en 1994, s'inscrit désormais sur une tendance annuelle proche de 5 % (+ 4,8 % en glissement annuel à fin octobre 1995). Le Conseil de la politique monétaire suit attentivement cet indicateur, qui regroupe les concours obtenus des établissements de crédit et des marchés par les agents non financiers résidents (sociétés, particuliers et État), que ce soit sous forme de crédits ou par émission de titres sur les marchés intérieurs et internationaux. L'EIT constitue de ce fait un cadre synthétique très utile pour l'analyse du financement de l'économie.

L'endettement de l'État reste la composante la plus dynamique de l'EIT, même s'il marque un léger ralentissement (+ 17,6 % à fin octobre 1995, après + 18,5 % fin décembre 1994). L'encours des crédits à l'économie, qui avait baissé de 1,3 % en 1994, devrait être stable en 1995.

La politique monétaire française a continué à obéir en 1995 à trois principes directeurs : solidité de la monnaie, crédibilité, continuité.

Les taux d'intérêt de marché se sont détendus. Ainsi, les taux d'intérêt à 3 mois sont revenus de 6,25 % à la fin de 1994 à 5 % environ à la fin de 1995. Surtout, les taux d'intérêt à 10 ans ont très sensiblement diminué, passant d'environ 8 % à la fin de 1994 à 6,65 % à la fin de 1995.

Au cours des premiers mois de l'année 1995, dans un environnement complexe, marqué au plan international par un affaiblissement du dollar et, en France, par une période d'incertitudes, les taux d'intérêt de court terme se sont tendus et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours a été relevé par le Conseil de la politique monétaire. Par la suite, la Banque de France a mené une action de baisse sensible des taux directeurs, rendue possible par la bonne maîtrise de l'inflation, l'évolution convenable de nos agrégats monétaires et la bonne tenue du franc. Le taux des appels d'offres a ainsi été ramené à 4,45 % le 19 décembre, le plus bas niveau atteint depuis 23 ans tandis que le taux des prises en pension s'établissait à 5,85 %, plus bas niveau jamais atteint par ce taux directeur.

Nos taux d'intérêt à long terme figurent désormais parmi les plus bas des pays industrialisés. Cette configuration permet à l'économie française de bénéficier de coûts de financement à moyen et long terme parmi les moins élevés en Europe. Une étude récente de la Banque de France montre que 85 % de l'encours de la dette des ménages, 63 % de l'encours de la dette des administrations publiques et 43 % de l'encours de la dette des sociétés (hors crédit interentreprise) sont référencés sur les taux d'intérêt à moyen et long terme.

Notre stratégie de stabilité et de crédibilité de la monnaie a permis la poursuite d'une réduction graduelle et substantielle de nos taux d'intervention. Lorsque le Conseil de la politique monétaire a été installé au début de 1994, nos appels d'offres s'établissaient à 6,2 % et nos prises en pension de 5 à 10 jours à 7,0 %. Deux ans après, à la fin de l'année 1995, nos deux taux directeurs avaient sensiblement baissé pour s'établir respectivement à 4,45 % et 5,85 %. La fixation d'une norme de croissance à moyen terme pour M3 et l'objectif de stabilité vis-à-vis des monnaies les plus crédibles du mécanisme de change réduisent les anticipations d'inflation comme la prime de risque attachée aux taux du franc. La crédibilité de la politique monétaire dans la durée est un facteur essentiel de son efficacité.

2. J'en viens maintenant à la présentation du dispositif de politique monétaire pour 1996

Depuis la création, en janvier 1994, du Conseil de la politique monétaire, l'objectif de stabilité des prix a été atteint. En 1995, la hausse des prix s'est élevée à 1,7 % en moyenne et à 2,1 % en glissement, après respectivement 1,7 % et 1,6 % en 1994.

2.1. L'objectif final de la politique monétaire demeure, comme le veut la loi, la *stabilité des prix*, dont le glissement annuel ne devra pas dépasser 2 % à la fin de 1996 comme dans une perspective de moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire continuera de suivre attentivement l'évolution de l'ensemble des indicateurs précurseurs des tensions inflationnistes, notamment le taux d'utilisation des capacités de production, les coûts de production et les cours des matières premières.

2.2. Afin de réaliser cet objectif final, la Banque de France se réfère à *deux objectifs intermédiaires*, l'un externe, l'autre interne :

– *l'objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie* : comme c'est le cas depuis maintenant neuf ans, la stabilité du franc continuera d'être assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– *l'objectif intermédiaire interne de moyen terme de 5 % pour la croissance de l'agrégat monétaire M3* : M3 devrait continuer de s'inscrire dans une tendance de moyen terme de l'ordre de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui pourrait être dépassée compte tenu d'un potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme.

2.3. L'endettement intérieur total (EIT) restera un indicateur important : il permet à la Banque de France de vérifier que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires à sa croissance ; il facilite le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques.

Enfin, la Banque de France, parmi d'autres indicateurs, continuera de suivre étroitement l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements courants.

2.4. En 1996, la politique monétaire visera à assurer la stabilité des prix et à défendre ainsi le pouvoir d'achat de la monnaie au service de tous les Français. De la sorte, elle contribuera à renforcer la compétitivité de l'économie française, à lui donner de bonnes conditions de financement et donc à créer un environnement financier favorable à la croissance et à la création d'emplois, participant ainsi à la lutte contre le chômage.

Le respect des principes directeurs de notre politique monétaire est de nature à créer un climat propice à la confiance, donc à la croissance de l'investissement productif des entreprises et à un plus grand dynamisme de la consommation des ménages. Mais la politique monétaire ne peut tout faire à elle seule. Elle doit recevoir le soutien des autres composantes de la politique économique.

De ce point de vue, le Conseil de la politique monétaire a noté que l'évolution globale des revenus et des coûts est en ligne avec le message de modération qu'il avait adressé en décembre 1994. Cette tendance est opportune tant il est vrai que notre croissance et donc notre création d'emplois dépendent, toutes choses égales par ailleurs, de notre capacité à préserver et à renforcer notre compétitivité en maîtrisant nos coûts de production. De même, le Conseil de la politique monétaire observe-t-il que l'investissement productif des entreprises est sur une pente ascendante, ce qui est nécessaire pour maintenir et renforcer les conditions d'une croissance non inflationniste à moyen terme, comme il l'avait souligné il y a un an en adressant un message aux chefs d'entreprise.

Au-delà, le Conseil de la politique monétaire souhaite insister, plus particulièrement, sur deux points.

En premier lieu, *la Banque de France approuve la stratégie de réduction progressive et ordonnée des déficits publics*. Elle considère, en particulier, que la réduction des déficits structurels est prioritaire et doit reposer au premier chef sur la réduction de la dépense publique. Le Conseil de la politique monétaire rappelle que les pays industrialisés des deux côtés de l'Atlantique partagent le sentiment que les déficits publics élevés — quelles que soient les satisfactions limitées et éphémères qu'ils peuvent apporter pendant de brèves périodes — constituent des obstacles à la croissance et à la création d'emplois et non des facteurs favorables. En dépit du ralentissement de la croissance en Europe, observé à la fin de l'année 1995, la stratégie retenue doit être poursuivie. Les engagements de maîtrise de la dépense et de réduction à moyen terme des déficits publics ont substantiellement amélioré la crédibilité de l'économie française. Il faut préserver et consolider cette amélioration de notre situation retracée dans les baisses importantes de nos taux d'intérêt de marché, qui constituent aujourd'hui un environnement financier plus favorable à la croissance et donc à la création d'emplois que cela n'a été le cas depuis le début des années quatre-vingt.

En second lieu, *le Conseil de la politique monétaire ne peut qu'encourager l'ensemble des responsables de notre pays à poursuivre les réformes structurelles engagées*. Cela permettra à notre économie d'avoir une croissance encore plus créatrice d'emplois. Des adaptations paraissent nécessaires dans de nombreux domaines et en particulier dans l'éducation, la formation professionnelle et le fonctionnement du marché du travail. Elles semblent faire l'objet d'un accord de plus en plus large dans l'opinion. Il faut y travailler résolument, tout particulièrement s'agissant des réformes facilitant l'emploi des jeunes peu ou mal qualifiés.

Dans le contexte du ralentissement économique observé en Europe au cours des tout derniers mois, *le Conseil de la politique monétaire souhaite adresser aujourd'hui un message de confiance*. Au-delà d'un environnement international difficilement prévisible et dont nous ne pouvons pas nous détacher, l'économie française dispose d'importantes réserves de puissance : créditeurs nets, les ménages français disposent de l'une des épargnes les plus abondantes parmi les pays industrialisés ; les entreprises françaises ont un taux d'autofinancement supérieur à 100 % ; le surplus de nos comptes externes s'élève à 1 % du PIB environ. Il existe donc un potentiel pour un rebond de la croissance en 1996, ce qui ne peut que contribuer à la lutte contre le chômage. La confiance des ménages et des entreprises en est la clé. La confiance est renforcée par la visibilité à moyen et long terme donnée aux agents économiques grâce à la poursuite de stratégies claires : réduction progressive et ordonnée des déficits publics, adaptation structurelle de l'économie publique et privée, politique de stabilité des prix et de solidité de la monnaie, parachèvement de l'Union économique et monétaire.

La politique de stabilité des prix et de crédibilité de la monnaie poursuivie par le Conseil de la politique monétaire est un élément fondamental de cette confiance. Elle correspond à l'intérêt de l'économie française dans la présente conjoncture puisqu'elle est à même de donner à nos entreprises les conditions de financement les plus favorables possibles. Ainsi, le Conseil de la politique monétaire vise-t-il à la fois la faible inflation, la stabilité monétaire et le bas niveau relatif des taux d'intérêt de marché à moyen et long terme, poursuivant ainsi, conformément à la loi, une politique correspondant à l'intérêt de notre pays, de sa croissance et de la création d'emplois. Ce faisant, le Conseil de la politique monétaire s'inscrit, de manière naturelle, dans la perspective de l'Union économique et monétaire, l'inflation, la stabilité monétaire et les taux d'intérêt de long terme constituant trois des cinq critères du Traité.

LA DÉFINITION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FRANCE POUR 1996

Communiqué de presse,
publié à l'issue de la conférence de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
le 18 janvier 1996

Depuis la création, en janvier 1994, du Conseil de la politique monétaire, l'objectif de stabilité des prix a été atteint. En 1995, la hausse des prix s'est élevée à 1,7 % en moyenne et à 2,1 % en glissement, après respectivement 1,7 % et 1,6 % en 1994.

1. L'objectif final de la politique monétaire demeure, comme le veut la loi, la stabilité des prix, dont le glissement annuel ne devra pas dépasser 2 % à la fin de 1996 comme dans une perspective de moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire continuera de suivre attentivement l'évolution de l'ensemble des indicateurs précurseurs des tensions inflationnistes, notamment le taux d'utilisation des capacités de production, les coûts de production et les cours des matières premières.

2. Afin de réaliser cet objectif final, la Banque de France se réfère à *deux objectifs intermédiaires*, l'un externe, l'autre interne :

– *l'objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie* : comme c'est le cas depuis maintenant neuf ans, la stabilité du franc continuera d'être assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– *l'objectif intermédiaire interne de moyen terme de 5 % pour la croissance de l'agrégat monétaire M3* : M3 devrait continuer de s'inscrire dans une tendance de moyen terme de l'ordre de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui pourrait être dépassée compte tenu d'un potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme.

3. L'endettement intérieur total (EIT) restera un indicateur important : il permet à la Banque de France de vérifier que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires à sa croissance ; il facilite le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques.

Enfin, la Banque de France, parmi d'autres indicateurs, continuera de suivre étroitement l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements courants.

4. En 1996, la politique monétaire visera à assurer la stabilité des prix et à défendre ainsi le pouvoir d'achat de la monnaie au service de tous les Français. De la sorte, elle contribuera à renforcer la compétitivité de l'économie française, à lui donner de bonnes conditions de financement et donc à créer un environnement financier favorable à la croissance et à la création d'emplois, participant ainsi à la lutte contre le chômage.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en décembre 1995

Enquête mensuelle de conjoncture n° 141 – décembre 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 – novembre 1995

Direction des Marchés de capitaux

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

La Banque de France et la monnaie – Édition 1995

Direction des Études et Statistiques monétaires

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

Prix du numéro : FRF 150 TTC

Les organisations interbancaires en Europe – Moyens et systèmes de paiement – novembre 1995

Secrétariat général du Conseil national du crédit

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

Prix du numéro : FRF 250 TTC

Comptes annuels des établissements de crédit – 1994 – décembre 1995 Volume 1 : Banques

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 58 00)

Prix du numéro : FRF 200 TTC (prix du volume + disquette : FRF 250 TTC)

Comptes annuels des établissements de crédit – 1994 – décembre 1995 Volume 2 : Sociétés financières et institutions financières spécialisées

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 58 00)

Prix du numéro : FRF 200 TTC (prix du volume + disquette : FRF 250 TTC)

La Banque de France et l'information

EDI financier et paiements – Vers de nouveaux services bancaires aux entreprises – septembre 1995

Edifrance – Afnor – Secrétariat général du Conseil national du crédit
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 200 TTC

Cahiers régionaux Alsace – décembre 1995
La présence bancaire étrangère en Alsace

Banque de France Strasbourg
Secrétariat régional Alsace
(Tél. : +33 88 52 28 82 – Télécopie : +33 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Alsace – décembre 1995
La commercialisation des vins d'Alsace – 1993-1994

Banque de France Colmar
Secrétariat régional Alsace
(Tél. : +33 88 52 28 82 – Télécopie : +33 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Bretagne – octobre 1995
Principaux résultats économiques et financiers des entreprises lorientaises en 1994

Banque de France Lorient
Secrétariat régional Bretagne
(Tél. : +33 97 84 14 44 – Télécopie : +33 97 84 14 49)
Prix du numéro : FRF 80 TTC

Cahiers régionaux Limousin – décembre 1995
L'industrie porcelainière en Limousin – Évolution récente et perspectives d'avenir ¹

Banque de France Limoges
Secrétariat régional Limousin
(Tél. : +33 55 11 53 23 – Télécopie : +33 55 11 53 14)
Prix du numéro : FRF 400 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

Le principe de subsidiarité définira les relations entre les différentes places financières européennes dans le cadre de l'UEM

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(MTF – L'Agefi – Paris place financière – n° 75 – novembre 1995)

Lord Trichet of Maastricht

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(Euromoney – décembre 1995)

¹ Première étude de cette nouvelle série

Les gardiens du franc fort ... ce sont eux !

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(*Paris-Match* – 4 janvier 1996)

Un nouveau défi pour les DSI (directeurs du système d'information)

par Jean-Yves Gresser, chargé de mission auprès du secrétaire général pour l'informatique
(*Le Monde informatique* – 27 octobre 1995)

La tarification des services bancaires**– Équilibre économique et tarification des moyens de paiement**

par Michel Castel, directeur adjoint au Secrétariat général du Conseil national du Crédit

– La tarification des crédits

par Luc Jacolin, adjoint de direction à la direction générale des Études,
et Olivier Paquier, rapporteurs du groupe de travail « Risque de crédit »
au Conseil national du crédit

– Des taux anormalement bas ?

par Yves Ullmo, secrétaire général du Conseil national du crédit

– Le système de paiement : situation actuelle, perspectives d'évolution et comparaisons internationales

par Yvon Lucas, directeur des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange

(Revue d'Économie financière – n° 35 – hiver 1995)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Entretien

avec Jean Boissonnat, membre du Conseil de la politique monétaire
(*France-Info* – 18 décembre 1995)

Politique monétaire : résultats en 1995 et perspectives pour 1996

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à Paris, le 18 janvier 1996 ¹

La définition de la politique monétaire de la France pour 1996

Communiqué de presse, publié à l'issue de la Conférence de presse
de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à Paris, le 18 janvier 1996 ¹

¹ Texte publié intégralement dans le présent Bulletin

É T U D E S

LES RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT EN 1994 ET AU PREMIER SEMESTRE 1995

La rentabilité des établissements de crédit s'est fortement dégradée en France durant l'exercice 1994. À la baisse, confirmée, des produits nets d'intermédiation se sont en effet ajoutés de moindres gains nets sur les opérations de marché par rapport à 1993, ce qui a provoqué le recul du produit net bancaire. En dépit de la maîtrise des coûts opératoires et du repli des charges liées aux risques de crédit, le résultat net global du secteur bancaire est devenu négatif en 1994. La rentabilité brute d'exploitation a fait preuve d'une grande stabilité au premier semestre 1995, mais la poursuite de la stagnation de l'activité ne permet pas d'envisager une amélioration sensible des résultats sur l'exercice complet.

OLIVIER JAUDOIN

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

Le Secrétariat général de la Commission bancaire diffuse actuellement le second volume des *Analyses comparatives 1994*¹ consacré aux résultats des établissements de crédit. Le premier volume, paru en août 1995, portait sur l'activité des établissements de crédit en 1994.

¹ Les deux volumes, intitulés respectivement « *Analyses comparatives volume 1. L'activité des établissements de crédit* » et « *Analyses comparatives volume 2. Les résultats des établissements de crédit* », sont en vente au prix de 100 F chacun au Secrétariat général de la Commission bancaire – 4 rue des Colonnes – 75002 Paris – téléphone : +33 (1) 42 92 59 31 – télécopie : +33 (1) 42 92 46 19.

1. Les résultats sociaux en 1994

1.1. Le produit net bancaire de l'ensemble des établissements de crédit a reculé

En 1994, le produit net bancaire, mesuré en francs courants, de l'ensemble des établissements assujettis s'est réduit pour la première fois depuis que les statistiques sur les résultats bancaires sont calculées. Cette évolution n'est pas propre au système bancaire français, mais elle est relativement marquée (-7,7 %) et s'inscrit dans la tendance de baisse de la rentabilité des établissements de crédit français qui est observée depuis quelques années. L'importance de cette baisse sur 1994 est due au fait qu'elle succède à la forte hausse du produit net bancaire enregistrée en 1993. De fait, comparé à celui de 1992, le produit net bancaire de 1994 est plus élevé de près de 3 %. Le produit global d'exploitation¹ a suivi une évolution comparable, quoique moins forte (-6,5 % en 1994).

Le recul des gains nets sur les opérations de marché, qui a succédé à leur vive croissance en 1993, a dévoilé la faible rentabilité brute d'exploitation liée au repli de l'activité d'intermédiation bancaire depuis le début des années quatre-vingt-dix et à la diminution des marges d'intérêt. Ainsi, le produit net tiré des opérations avec la clientèle a poursuivi sa baisse (-13,7 % sur l'ensemble des zones d'activité en 1994), visible depuis deux ans, sous l'effet de la diminution persistante des encours de crédit (-0,5 % en 1994) et de la baisse des taux d'intérêt. La stagnation des résultats sur les autres opérations d'intermédiation a confirmé ce mouvement d'ensemble, qui a donné lieu à un nouveau recul de la marge globale d'intermédiation (de 1,49 % à 1,14 %).

Par ailleurs, les deux derniers exercices ont montré le caractère peu récurrent des résultats dégagés sur les activités de marché, du fait de la volatilité, de l'effet de levier ou de la complexité de certains instruments utilisés. La marge bancaire globale², qui comprend ces opérations, enregistre donc une réduction sensible sur l'ensemble de l'activité entre 1993 et 1994 (de 2,16 % à 1,92 %).

1.2. Le résultat net global devient négatif malgré la stabilisation des frais généraux et le recul des charges liées aux risques de crédit

La hausse des frais généraux en 1994 a été limitée à 1,1 % pour l'activité globale des établissements de crédit. En particulier, les charges de personnel se sont réduites de 0,7 %, en phase avec la poursuite de la baisse des effectifs employés. Les autres charges générales d'exploitation ont continué d'augmenter, mais à un rythme plus mesuré qu'auparavant. Malgré une réelle stabilisation des coûts opératoires, le résultat brut d'exploitation a fléchi fortement sur l'ensemble de l'activité (-24,9 %).

L'effort précédemment consenti et la stabilisation des risques bancaires expliquent la réduction des dotations nettes aux provisions pour risques de crédit et des pertes sur créances irrécupérables en 1994 (-15,1 %). Celle-ci n'a toutefois pas été suffisante pour compenser la chute du résultat brut d'exploitation et empêcher un nouveau repli du résultat net, qui a été largement négatif pour l'ensemble du système bancaire (-11 milliards de francs en 1994, contre 1 milliard de francs en 1993). L'ampleur de ce montant revêt toutefois un caractère largement exceptionnel lié aux difficultés de quelques établissements de la place. Par ailleurs, le nombre d'établissements en perte nette, rapporté à celui de l'ensemble des établissements assujettis, s'est accru, puisqu'il est passé de 22,7 % en 1993 à 25,1 % en 1994.

¹ Le produit global d'exploitation est la marge brute dégagée par les établissements de crédit sur l'ensemble de leurs activités courantes qu'elles soient bancaires ou non. Au-delà du produit net bancaire, il intègre les produits et les frais accessoires ainsi que les résultats de la gestion des participations (résultats des cessions et provisions sur immobilisations financières, quote-part des sociétés mises en équivalence...) et des immobilisations corporelles et incorporelles (résultats de cession notamment).

² Rapport entre le produit global d'exploitation, d'une part, et le total de la situation globale et de l'équivalent-crédit des engagements sur instruments financiers à terme et de change à terme, d'autre part.

RÉSULTATS SOCIAUX DE L'EXERCICE 1994 Ensemble des établissements assujettis			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	1993	1994	Variation (en pourcentage)
Produit net bancaire.....	362	335	- 7,7
Produit global d'exploitation.....	366	342	- 6,5
Frais généraux.....	246	248	1,1
Résultat brut d'exploitation.....	105	79	- 24,9
Dotations nettes aux provisions.....	90	76	- 15,6
Résultat net.....	1	- 11	-

Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

2. Les résultats consolidés en 1994

L'étude des résultats consolidés des huit principaux groupes d'établissements de crédit de la place confirme les tendances constatées sur les résultats sociaux : une diminution marquée du produit net bancaire (- 7,5 %) et du produit global d'exploitation (- 5,3 %), une réduction sensible de la rentabilité brute (- 18,8 %) malgré une réelle maîtrise des frais généraux (+ 0,2 %), un recul enfin du bénéfice net (qui passe de 5,7 milliards de francs en 1993 à 967 millions de francs en 1994). Ce résultat net provient des filiales françaises et étrangères, les maisons mères ayant vu leur perte nette globale se creuser.

3. La rentabilité des grandes banques internationales en 1994

Malgré une reprise de l'activité économique dans la plupart des pays sous revue ¹, l'activité bancaire est restée en retrait de ce mouvement, compte tenu de variables financières moins favorables qu'en 1993 (hausse des taux d'intérêt à long terme et baisse de la volatilité sur les marchés de capitaux). Le produit net bancaire, examiné sur les cinq principaux groupes bancaires, a ainsi diminué dans presque tous les pays de l'échantillon — seules les banques américaines ont fait progresser le leur — après avoir atteint, il est vrai, des niveaux exceptionnels en 1993. En effet, si les gains nets tirés de l'intermédiation ont faiblement progressé, ce sont surtout les opérations de marché qui expliquent cette baisse.

Sur un plan général, la meilleure maîtrise des charges générales d'exploitation a atténué la baisse du résultat brut d'exploitation, qui a tout de même atteint plus de 30 % en Espagne, en Italie et en Suisse.

Globalement, l'amélioration de la qualité des actifs a eu un impact modérateur sur l'évolution de la rentabilité courante. Dans tous les pays, à l'exception du Japon, la contrainte de provisionnement a été moins forte en 1994 que sur les exercices précédents. En particulier, cet allègement explique en grande partie la progression marquée du résultat net global des banques britanniques. Les banques américaines et les banques espagnoles ont, pour leur part, affiché une croissance modérée de leur résultat net, les autres pays enregistrant des reculs à cet égard, notamment la France et le Japon.

¹ Allemagne, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni, Suisse

4. Les résultats sur le premier semestre 1995

En dépit d'une reprise de la croissance économique nationale, la demande de crédit est restée faible en 1995. En effet, du côté des entreprises, le processus de reconstitution des stocks et de reprise de l'investissement s'est largement réalisé par autofinancement. En ce qui concerne les ménages, la propension élevée à l'épargne n'a pas permis une reprise massive des dépenses de consommation. Ni l'érosion des prix, ni les incitations fiscales, n'ont entraîné une reprise marquée de l'immobilier d'habitation.

Sur un plan général, les établissements de crédit subissent un fort décalage conjoncturel qui est favorable en phase de ralentissement de croissance, la masse des encours venant absorber la chute de la production, mais défavorable en phase de reprise, du fait de l'accumulation des remboursements supérieure à la production nouvelle de crédit. Toutefois, un redémarrage de celle-ci a pu être constaté sur certains secteurs (crédit à la consommation), mais son impact sur les encours ne s'est pas encore manifesté.

Les résultats du premier semestre de 1995 ont reflété la stagnation de l'activité, le produit net bancaire, les frais généraux et le résultat brut d'exploitation étant stables par rapport au premier semestre 1994. Seule l'importance des reprises de provisions a permis la progression sensible du résultat net (24,8 milliards de francs au premier semestre 1995, contre 7,5 milliards au premier semestre 1994). En effet, dans l'ensemble, l'important effort de dotation aux comptes de provisions constaté en 1992 et 1993 a connu un net ralentissement depuis lors, même s'il est probable qu'une correction s'imposera au second semestre.

LES PROBLÉMATIQUES DE LA MONNAIE ÉLECTRONIQUE

Depuis les années soixante-dix, les établissements de crédit ont recherché l'abaissement des coûts relatifs à la gestion des dépôts et à leur mobilisation par les instruments de paiement scripturaux, grâce à l'automatisation des procédures. Celle-ci a visé concomitamment les traitements internes aux établissements et les relations interbancaires, à travers les systèmes de paiement. Les évolutions technologiques récentes et les perspectives de développement du paiement à distance sur les réseaux de communication à forte capacité permettent d'envisager de nouveaux modes de paiement, confondus, parfois abusivement, sous le terme de « monnaie électronique ».

Partant de la notion traditionnelle de prépaiement, la présente note s'attache à éclairer en quoi le phénomène, qui ne constitue qu'une étape complémentaire d'un processus déjà connu, pose néanmoins une série de questions nouvelles, non encore résolues.

MARC MORAU

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

1. Caractéristiques traditionnelles du prépaiement

À côté de la *monnaie fiduciaire*, monnaie « en soi », les autres moyens de paiement renvoient en pratique à des supports (carte bancaire, chèque,...), instruments de transfert des fonds déposés sur les comptes gérés par les banques qui constituent la *monnaie scripturale*.

Les instruments correspondants sont le plus souvent des instruments de postpaiement au sens où le débit du compte de l'agent qui règle sa dette intervient postérieurement à la conclusion de la transaction de paiement proprement dite (matérialisée par la remise du chèque, la « signature » de la transaction carte,...).

Bien que son usage soit encore limité, le prépaiement existe déjà dans le domaine de la monnaie scripturale ; le chèque de banque ou le chèque de voyage font appel au prépaiement puisque :

- le particulier les obtient contre affectation préalable d'une somme existant à son compte bancaire (ou versée en numéraire) ;
- le support papier délivré est représentatif du pouvoir d'achat correspondant.

Les deux exemples ci-dessus illustrent un des avantages essentiels du prépaiement : la quasi-certitude de bonne fin du règlement puisque la provision est préexistante et affectée. Le risque supporté par le bénéficiaire du paiement ne dépend donc plus de la solvabilité *ex-post* de son débiteur, mais seulement de la capacité de l'organisme qui détient les fonds à les lui restituer, sous réserve, bien entendu, que le titre reçu en paiement ne soit pas apocryphe. Il convient de souligner l'importance de ces deux remarques qui renvoient en réalité à deux questions centrales du débat sur la monnaie électronique :

- la capacité de l'entité qui a « émis » les supports représentatifs de fonds collectés à faire face, le moment venu, à ses engagements ;
- les dispositifs de sécurité permettant de déjouer la fraude.

Les « chèques prépayés » évoqués ci-dessus comportent toutefois des limites dans leurs possibilités d'utilisation, liées au support papier et, pour le chèque de voyage, aux modalités de contreséing, qui les rendent inadaptés aux petits paiements et au paiement à distance.

2. La monnaie électronique

À ne pas confondre avec les paiements scripturaux traditionnels assurés sous forme dématérialisée, le paiement en monnaie électronique renvoie au concept de prépaiement. Cette notion est apparue avec la technologie de la carte à microprocesseur à la fin des années quatre-vingt et les applications ou projets de cartes prépayées multiprestataires allant jusqu'au porte-monnaie électronique (PME) qu'elle a permis. Le phénomène revient depuis quelques mois en force à l'occasion de la création et des perspectives de développement des réseaux de communication de type Internet, qui préfigurent les « autoroutes » ou autoroutes de l'information de demain.

On voit donc apparaître deux notions voisines, ne différant, du point de vue de l'analyse, que par le seul support technologique employé :

- le porte-monnaie électronique, qui permet de stocker sur le microprocesseur d'une carte un pouvoir d'achat exprimé en francs et en centimes et transférable à des tiers — par l'intermédiaire de matériels (terminaux de paiement) et de circuits de recouvrements propres à chaque système ;
- le porte-monnaie virtuel, pour lequel ce même pouvoir d'achat est stocké dans la mémoire d'un ordinateur et est accessible, à distance, à partir d'un ordinateur personnel.

Ce nouveau champ de développement que constituent, pour la monnaie électronique, les réseaux de communication, n'est toutefois pas neutre sur l'analyse :

– il constitue un atout supplémentaire dans la diffusion auprès du public de cette nouvelle monnaie (par l'apparition de modes de paiement à distance originaux, s'appuyant sur de nouveaux comportements de consommation, suscités eux-mêmes par de nouvelles formes de vente de biens ou de services — on parle d'ores et déjà de « galeries marchandes électroniques ») ;

– il confère *de facto* une potentialité d'utilisation transfrontière à cette monnaie ;

– il pourrait favoriser un glissement d'une première approche PME plutôt destinée aux règlements de petits montants vers des approches plus ambitieuses, la réserve non affectée de fonds, de montant éventuellement non limité, s'apparentant alors véritablement à un compte virtuel.

Dans ces conditions, aux questions déjà posées sur le sujet et dont certaines seront évoquées ci-après (statut de l'émetteur, nature de la monnaie, suivi dans les agrégats monétaires, soumission à réserves obligatoires, sécurisation des systèmes), s'en ajoutent d'autres liées :

– soit aux aspects transfrontières ou à l'intermédiation d'un réseau : efficacité de la réglementation nationale, statut des intervenants dans le processus de gestion de la monnaie et des paiements — plates-formes techniques, offreurs de logiciels, ... ;

– soit au changement d'échelle des montants — individuels ou globaux — en cause : impact sur le seignuriage, sur la politique monétaire, risque de blanchiment d'argent, ...

3. Les débats en cours

La position de la Banque de France sur la monnaie électronique, appuyée sur la loi bancaire, a été exprimée dès 1989 et s'est trouvée confortée par la position des banques centrales de l'Union européenne dans le cadre du rapport sur les cartes prépayées multiprestataires (1994) : l'émetteur de monnaie électronique, c'est-à-dire l'entité qui conserve à son bilan le poste « monnaie électronique émise » comme engagement financier vis-à-vis des détenteurs des signes correspondants — porteurs ou bénéficiaires —, doit être un établissement de crédit.

Si la Banque de France a pu mettre en avant, pour étayer sa conclusion, deux des opérations de banque visées par la loi bancaire, « mise à disposition et gestion de moyens de paiement », d'une part, « réception de fonds publics », d'autre part, c'est à ce seul dernier élément que se sont référées explicitement les banques centrales européennes : la nature de dépôt bancaire des fonds collectés, qui constituent effectivement des sommes non affectées, disponibles et transférables à des tiers, à l'initiative du déposant, pour paiement de biens ou services. C'est à ce même titre que, dès 1990, la Banque de France a considéré que la monnaie électronique devait être intégrée dans M1, à côté des dépôts à vue traditionnels, et que son assujettissement aux réserves obligatoires était légitime, à l'instar des obligations qui pèsent sur les sociétés émettrices de chèques de voyage.

Ces orientations ne permettent évidemment pas de rendre compte et de traiter tous les problèmes évoqués ci-dessus (cf. 2.). Toutefois, face aux incertitudes sur le développement de la monnaie électronique, elles constituent des principes structurants, propres à permettre de maîtriser un phénomène dont les effets potentiels sont certains, dans leur nature sinon dans leur ampleur. S'agissant d'un phénomène nouveau, il apparaît en effet essentiel de pouvoir *au moins* y appliquer les instruments traditionnels de suivi et de contrôle dont disposent les autorités monétaires vis-à-vis de la monnaie scripturale :

– suivi et contrôle des acteurs, établissements de crédit, intervenant dans l'émission et la gestion de la monnaie électronique, y compris lors des opérations de règlement assurant le crédit des comptes des bénéficiaires de cette monnaie ;

– suivi et contrôle de cette monnaie elle-même, en particulier dans le cadre de la politique monétaire, l'émergence de la monnaie électronique au sein de la monnaie scripturale ne constituant plus alors, du point de vue de l'analyse, que le prolongement d'un phénomène propre aux économies développées, celui de la morsure importante qu'effectue cette monnaie sur la monnaie fiduciaire.

Il faut également noter qu'une telle approche est de nature à éviter la concurrence déloyale que pourraient exercer des émetteurs non-banques à l'encontre des établissements de crédit, seuls soumis, en l'état actuel, aux contraintes de constitution de réserves obligatoires ou de respect de ratios prudentiels.

L'orientation décrite ci-dessus et relative au statut de l'émetteur de la monnaie électronique a récemment été considérée comme restrictive et prématurée par le Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale, qui craint qu'elle ne gêne le développement de nouvelles formes de paiement jugées efficaces et profitables pour le consommateur. Il est cependant important de relever que le Système de réserve fédérale estime que l'émergence de ce type de « monnaies privées » laisserait non résolues les questions liées à la protection des détenteurs de ces monnaies en cas de défaillance des émetteurs, à la responsabilité des mécanismes de compensation et de règlement, aux pratiques de blanchiment de l'argent, à l'exercice illégal de l'activité bancaire. Elle souhaite en conséquence que le législateur examine les initiatives réglementaires à prendre dans tous ces domaines.

Au-delà du statut de l'émetteur, d'autres questions font débat et méritent des approfondissements complémentaires : impact d'un développement significatif de la monnaie électronique sur les outils de politique monétaire, expertise des dispositifs techniques de sécurité, notamment en matière de lutte contre l'émission de fausse monnaie électronique, protection des consommateurs en matière d'information, de confidentialité des transactions, de recours en cas de dysfonctionnement des dispositifs. Il convient toutefois de noter la difficulté qu'il peut y avoir à élaborer, dès à présent, des réponses à ce type de questions, compte tenu de la diversité des systèmes de monnaie électronique envisageables, et de l'inconnue qui demeure, tant sur le niveau de développement de ce phénomène que sur son positionnement final. En effet, si le paiement en monnaie électronique s'annonce comme un concurrent probable de la monnaie fiduciaire pour les transactions de petit montant, il se présentera également comme une alternative aux paiements scripturaux traditionnels, tels le chèque ou la carte de débit, pour des montants plus élevés.

Réuni dans le cadre de la Banque des règlements internationaux, le Comité des gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix a récemment décidé de constituer un groupe de réflexion restreint pour approfondir un certain nombre de ces sujets. Ce groupe, auquel participe la Banque de France, est présidé par la Banque du Canada. Une telle concertation est essentielle pour la cohérence et l'efficacité des politiques à mettre en œuvre, notamment en raison du caractère mondial du développement et de l'utilisation potentielle de la monnaie électronique.

LA RÉFORME DES TEXTES RÉGISSANT LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DE FRANCE SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE

En modifiant les conditions d'exercice de la politique monétaire, la loi du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France imposait une refonte des textes réglementaires régissant les interventions de la Banque centrale sur le marché monétaire.

Aux termes de cette loi, en effet, le Conseil de la politique monétaire (CPM) s'est vu confier notamment la mission de définir les opérations auxquelles procède la Banque de France ainsi que les modalités de ses interventions sur le marché monétaire. Il convenait par conséquent qu'il reprenne sous son timbre l'ensemble du dispositif régissant ces opérations, qui s'articulait autour d'un arrêté du Conseil général de la Banque de France de 1973 modifié à plusieurs reprises (en 1985, 1987, 1989, 1992). Le CPM l'a fait par une décision en date du 27 octobre 1995. L'instruction n° 2-95 de la Banque de France signée le 11 décembre 1995 par le gouverneur permettra la mise en application de ce nouveau cadre juridique à compter du 1^{er} janvier 1996.

À cette occasion, les textes en vigueur ont fait l'objet d'un certain nombre de modifications. Certaines ont pour objet d'élargir l'assiette des actifs mobilisables à la Banque de France. D'autres sont liées au changement de l'environnement législatif et réglementaire des opérations de marché, créé par la loi sur la pension. Enfin, de nouvelles mesures viennent compléter le dispositif en vue de faciliter son adaptation ultérieure dans la perspective de l'UEM.

*Direction des Marchés de capitaux
Cellule monétaire*

1. Une modification des textes réglementaires qui tient compte de l'évolution du contexte juridique français

1.1. La loi du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France

La loi du 4 août 1993, qui a consacré l'indépendance de la Banque de France au titre de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire, l'a dotée d'un organe collégial chargé de prendre les décisions en ce domaine, le Conseil de la politique monétaire. Parmi les compétences de ce dernier, figurent :

- la fixation des taux directeurs de la Banque de France visant respectivement les pensions ou prêts garantis sur appels d'offres et les pensions ou prêts garantis de 5 à 10 jours ;
- la définition des « obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit et notamment l'assiette et le taux des réserves obligatoires... », disposition qui a déjà conduit le Conseil, par la décision n° 94-1, à reprendre sous son timbre un règlement du Comité de la réglementation bancaire en la matière ;
- la définition des opérations que la Banque de France peut effectuer dans le cadre de la conduite de la politique monétaire (article 7). Cette attribution a justifié la décision précitée du 27 octobre 1995.

1.2. Les opérations de pension livrée

Cette révision s'inscrit par ailleurs dans un contexte juridique sensiblement transformé du fait de l'adoption des nouvelles dispositions législatives et réglementaires qui régissent les opérations de pension livrée (loi du 31 décembre 1993 et décret du 4 mai 1994). Il importait en effet de prendre en compte, dans les textes réglementaires relatifs aux opérations de la Banque de France, les dispositions qui ont rendu cette technique juridiquement sûre et favorisé l'extension de son usage pour les prêts et emprunts de liquidités entre établissements de crédit. La sécurité juridique de ce mode de cession de titres contre liquidités tient au fait que la livraison du titre emporte transfert de propriété opposable aux tiers. Ainsi, pendant toute la durée de la pension, le cessionnaire est plein propriétaire des titres qui lui ont été momentanément cédés.

1.3. L'adaptation entreprise intègre la dimension européenne

En effet, les préparatifs de la phase III de l'Union économique et monétaire progressent sous l'égide de l'Institut monétaire européen. Ces travaux, auxquels participent activement toutes les banques centrales, portent notamment sur le cadre opérationnel dans lequel fonctionnera le futur Système européen de banques centrales. Ils visent à une plus grande harmonisation des procédures et des instruments pour permettre de mener efficacement une politique monétaire selon un mode décentralisé en conformité avec le traité de Maastricht.

Comme en témoigne l'avis favorable rendu par l'Institut monétaire européen sur la décision du Conseil de la politique monétaire, les nouveaux textes régissant les interventions de la Banque de France sur le marché monétaire s'inscrivent dans le cadre de ces orientations, avec une adaptation du dispositif opérationnel qui comporte, en particulier, un élargissement de la liste des valeurs admises en garantie aux titres libellés en écus.

2. Les aménagements apportés au dispositif opérationnel

2.1. Des dispositions novatrices qui préparent l'avenir

2.1.1. Le Conseil de la politique monétaire a décidé de modifier le système de mobilisation des créances privées.

Désormais, les créances détenues sur les entreprises cotées favorablement par la Banque de France (cote 3) et les titres de créances négociables émis par ces mêmes entreprises sont sélectionnés sur la base d'un critère de durée résiduelle et non plus de durée initiale. En acceptant dorénavant dans son portefeuille des créances de durée résiduelle allant jusqu'à deux ans, la Banque de France élargit l'assiette des créances privées susceptibles d'être mobilisées par les établissements de crédit. Ce changement permettra également aux établissements spécialisés dans le financement à moyen et long terme des entreprises, qui étaient jusqu'à présent écartés de la procédure d'appel d'offres en raison du critère de durée initiale, d'avoir accès au refinancement de la Banque de France, et ce, sans altérer la qualité du papier accepté par la Banque, grâce à l'exigence de la cote 3.

2.1.2. La gamme des supports admis aux interventions de la Banque est par ailleurs complétée par les bons du Trésor français libellés en écus. Si cette faculté était déjà ouverte dans le principe, aucune disposition technique ne permettait cependant sa mise en œuvre. Dorénavant, la Banque de France pourra effectuer des prises en pension livrée de bons du Trésor en écus. Cette disposition apparaît d'importance en vue du passage à la monnaie unique dans le cadre de la phase III de l'Union économique et monétaire.

2.1.3. Une distinction est dorénavant clairement faite entre les prêts garantis par des effets privés et les prises en pension livrée de titres qui porteront désormais non plus seulement sur les bons du Trésor mais aussi sur les billets de trésorerie et les BMTN émis par des entreprises bénéficiant d'une cote favorable (3) attribuée par la Banque de France. Par ailleurs, la Banque de France placera l'ensemble de ses opérations sous le régime de la convention-cadre sur la pension livrée qu'elle signera avec chacune de ses contreparties, confirmant par cette adhésion la portée des dispositions de ce texte et contribuant ainsi à la promotion de son usage sur la place de Paris. Quelques aménagements spécifiques y ont toutefois été introduits pour prendre en compte la spécificité des opérations de politique monétaire.

Dans l'immédiat, la Banque de France n'a pas prévu de mettre en place des appels de marge systématiques. Par souci de simplification, mais tout en veillant à assurer une gestion adéquate du risque lié aux fluctuations du marché, la Banque de France mettra toutefois en œuvre un système de quotités *ad hoc* — ou marges initiales — s'appliquant aux titres qu'elle prendra en pension, système qui a la même finalité que les appels de marge.

2.1.4. Afin de renforcer la sécurité apportée par le papier privé qu'elle accepte de mobiliser, la Banque de France a confirmé le principe de l'exclusion des dettes émises par des sociétés appartenant au même groupe que celui de l'établissement présentateur.

2.1.5. Enfin, à l'instar d'autres banques centrales européennes, la Banque de France a été autorisée par la loi à recourir à un nouvel instrument au titre des reprises de liquidité qu'elle peut être amenée à effectuer sur le marché : l'émission de bons portant intérêt. La décision du Conseil de la politique monétaire a repris cette possibilité. Toutefois, la Banque n'ayant pas prévu de l'utiliser dans l'immédiat, cette disposition n'a pas été introduite dans l'instruction d'application. Par conséquent, la Banque de France continuera, jusqu'à nouvel ordre, d'utiliser les techniques des emprunts purs et simples ou des mises en pension livrée.

2.2. Un dispositif réglementaire adapté à un contexte rénové et évolutif

2.2.1. Ces aménagements s'inscrivent dans un contexte d'évolution des pratiques du marché monétaire français caractérisé par l'importance croissante des opérations de pension livrée.

L'essor de ce marché peut se mesurer à l'accroissement de la part des opérations de pension livrée dans l'ensemble des échanges sur le marché monétaire, comme le montrent les résultats des enquêtes réalisées auprès des opérateurs principaux de marché pour les derniers trimestres de 1993 et 1994. Ainsi, les opérations de pensions livrées représentaient 28 % des opérations de prêts entre résidents sur le marché interbancaire au quatrième trimestre 1994, au lieu de 8 % seulement un an auparavant. S'agissant des seuls échanges au jour le jour, cette part est passée de 0,5 % en 1993 à 14,0 % en 1994.

L'utilisation plus intensive de la pension livrée par la Banque de France lui confère en effet une marge de manœuvre supplémentaire dans le cadre de ses opérations d'« *open market* » consacrées au réglage fin de la liquidité bancaire. Elle a en effet, par cette technique, la possibilité de réaliser, en plus d'opérations au jour le jour ou sur appels d'offres, des interventions sur des échéances courtes mais davantage modulées, pour répondre de manière plus flexible aux fluctuations de la liquidité bancaire. Cette souplesse introduite dans les interventions est un avantage appréciable que la Banque de France entend utiliser conjointement avec un développement des opérations de prêts garantis contre créances privées. La Banque de France entend, en effet, continuer d'utiliser largement ce type de créances car il constitue non seulement une garantie très répandue dans le système bancaire et commode d'emploi mais aussi un instrument de diversification des supports utilisés à l'appui des opérations de politique monétaire. De surcroît, il apporte, par le biais de l'identification et de l'évaluation des créances cédées, des indications précieuses sur la qualité des crédits consentis aux agents économiques.

2.2.2. Afin de favoriser la transparence du marché, la Banque de France a progressivement élargi le champ des informations qu'elle diffuse sur les rendements observés sur les différents compartiments du marché monétaire. Ainsi elle a pris en charge, pour le compte de la place, l'établissement de taux de référence du marché monétaire. À côté du taux moyen pondéré (taux moyen du marché interbancaire au jour le jour élargi à tous les types de transactions) qu'elle calcule et publie quotidiennement, la Banque établit désormais des taux de référence sur le marché secondaire des bons du Trésor, des taux représentatifs du marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor, segment le plus actif qui est, de loin, le secteur le plus important du marché de la pension livrée, lui-même en essor croissant, et, enfin, des taux indicatifs sur le compartiment des bons à moyen terme négociables, constatés sur le marché secondaire pour les souches les plus liquides.

En conclusion, la réforme des textes réglementaires régissant les interventions consacre le souci de la Banque d'utiliser pleinement les apports de la loi sur la pension livrée, dans un contexte de diversification de ses opérations s'accompagnant d'un élargissement de la gamme des supports qu'elle mobilise. Cette évolution s'inscrit parfaitement dans le cadre des travaux préparatoires à la monnaie unique et à l'Union économique et monétaire.

LES VOYAGES EN BALANCE DES PAIEMENTS : REPÈRES MÉTHODOLOGIQUES ET REGARD SUR L'ORIENTATION DES ÉCHANGES

Depuis toujours, le poste *voyages* apporte une contribution fortement positive au solde des paiements courants de la balance des paiements de la France. En cinq ans, l'excédent a été multiplié par deux et, depuis 1992, des soldes positifs annuels proches de 60 milliards de francs ont été enregistrés. Ils représentent une composante prépondérante de l'excédent global des services, les voyages étant à l'origine d'une large part des bons résultats que la France réalise dans ce compartiment des échanges. De plus, la « performance » continue de la France dans le domaine des voyages doit aussi s'apprécier en fonction du volume des recettes, pour lequel elle se situe au deuxième rang mondial, derrière les États-Unis.

Cet article a pour objet, d'abord, de présenter le contenu de cette ligne de la balance des paiements (cf. 1.), souvent mal connu, et d'évoquer quelques problèmes posés par son recensement ; la présentation de ces derniers semble en effet indispensable pour

mesurer réellement la portée et la signification des résultats qui apparaissent sur cette ligne (cf. 2.). Dans un deuxième temps (cf. 3.), les principaux facteurs pouvant expliquer la « performance » de la France dans ce domaine seront expliqués. On présentera ensuite les grands traits de la répartition géographique des recettes (cf. 4.), des dépenses (cf. 5.) et des soldes (cf. 6.), telle qu'elle s'établit depuis plusieurs années. Enfin, il conviendra de s'interroger sur la pérennité du niveau des excédents observés depuis plusieurs années (cf. 7.).

DENIS BESNARD

Direction de la Balance des paiements

Service de Centralisation, d'Études et de Relations extérieures (CEREX)

1. Quel est le contenu de la ligne voyages ?

Les voyages, tels qu'ils sont recensés dans la balance des paiements, ne doivent pas être confondus avec les flux touristiques qui, certes, en constituent une part essentielle. La méthodologie de la ligne voyages, conformément aux recommandations du Fonds monétaire international et en accord avec les principes de la comptabilité nationale, est à la fois plus étroite et plus vaste que la définition adoptée par les statistiques touristiques.

1.1. Le contenu de la ligne voyages est plus étroit que celui des statistiques touristiques parce qu'on ne retient pas les dépenses de transport effectuées pour se rendre d'un territoire à l'autre. Ces dernières sont recensées dans la ligne transports tandis que les voyages ne comprendront ainsi que le coût des déplacements à l'intérieur du territoire visité. Il faut rappeler que, comme les comptes nationaux, la balance des paiements repose sur une conception territoriale puisque le concept de résidence se définit sur la base de « l'intérêt économique principal » ou de la localisation habituelle des activités économiques.

Cette définition peut soulever dans certains cas des problèmes d'interprétation et de mesure pour certains modes de transport. Dans les faits, lorsqu'il s'agit de modes terrestres, tout trajet à l'intérieur du pays qui établit sa balance des paiements sera considéré comme du parcours intérieur et, donc, inclus dans la ligne *voyages*. En revanche, dans le cas du transport aérien, c'est l'ensemble du trajet, depuis l'aéroport de départ ou jusqu'à l'aéroport d'arrivée, qui sera inclus dans la ligne *transport*.

1.2. Mais le contenu est en revanche plus large dans la mesure où la balance des paiements recense les flux de toute nature liés aux déplacements de tout motif : vacances (qui peuvent être en outre distinguées selon leur thème dominant : loisirs, sport, culture, visites familiales, etc.), affaires, éducation, santé. Il n'est pas nécessaire que ces déplacements impliquent de passer une nuit sur le territoire visité. La balance des paiements recense ainsi les flux relatifs aux « excursionnistes » et qui peuvent correspondre à des achats de biens plus ou moins courants et réguliers. En fait, en ce qui concerne ce dernier type de dépenses, le seul critère pertinent est que les voyageurs emportent par leurs propres moyens les marchandises acquises.

Il faut souligner que dans le cas d'un pays comme la France, disposant de plus de 2 000 kilomètres de frontières terrestres, avec en outre de nombreux points de passage, les déplacements des excursionnistes ne sont nullement négligeables. Ainsi, les achats de biens réalisés dans les zones frontières représentent une part assez importante des flux. De plus, cette dernière composante sera sensible à d'autres types de facteurs que les déplacements de nature touristique au sens plus étroit du terme.

S'agissant des *voyages d'affaires*, il importe de noter que cet aspect des déplacements n'est nullement à négliger dans un contexte de « mondialisation » des économies et d'intégration des processus de production. Les voyages professionnels, également désignés comme « tourisme d'affaires », représentent une part d'environ 15 % des recettes totales dont bénéficie la France. Il faudrait de plus ajouter à ce type de motif de déplacement les « foires et salons » et le « tourisme de congrès » pour lesquels la France se place à l'un des tout premiers rangs mondiaux.

Au total, cette ligne de la balance des paiements se caractérise par une très grande diversité des opérations recensées. Cela est vrai pour le motif du déplacement mais aussi pour le champ des flux monétaires correspondants qui peuvent concerner un très grand nombre de produits et de services. L'enregistrement de ces flux en balance des paiements ne peut en effet se limiter au chiffre d'affaires des seules « industries touristiques », au sens traditionnel de ce terme et qui incluent essentiellement l'hôtellerie, la restauration, quelques catégories de prestataires de services, y compris ceux à vocation culturelle. De fait, il faut prendre en compte le secteur de la distribution, sous des formes multiples, incluant l'artisanat, notamment dans le domaine des produits alimentaires.

2. Comment recense-t-on les flux de voyages ?

Les flux de voyages peuvent être recensés, soit d'après des données d'enquêtes (observation des flux physiques, estimation des dépenses moyennes), comme dans les pays de langue anglaise, soit d'après les flux de règlements correspondants et réalisés selon toutes les modalités possibles de paiement.

2.1. La méthode dite des règlements a été retenue par la France, comme dans la plupart des pays européens continentaux. Elle consiste à mesurer tous les échanges entre résidents et non-résidents d'instruments de paiement utilisés dans les transactions relatives à des opérations incluses dans la ligne voyages. Les instruments sont de nature diverse : billets de banque, chèques de voyages, cartes de paiement, règlements interbancaires.

Les modalités pratiques du recensement varient en fonction de l'instrument et interviennent au moment le plus aisé de la circulation de cet instrument entre les agents économiques. Ainsi, pour l'essentiel, la déclaration de ces flux incombe aux intermédiaires (banques, changeurs manuels, etc.). Dans tous les cas, il est nécessaire d'identifier de façon fiable le motif pour lequel ces moyens de paiement ont été utilisés.

Globalement, la méthode retenue en France donne aujourd'hui une mesure satisfaisante des flux de voyages et permet de disposer de séries relativement longues dont l'évolution est tout à fait significative.

2.2. Cette méthode s'écarte toutefois un peu du principe de la transactionnalisation qui doit en principe présider au recensement des échanges de biens et services et selon lequel il conviendrait d'enregistrer les dépenses des voyageurs au moment même où elles sont effectuées sur un territoire économique donné¹.

¹ Ajoutons, pour bien souligner l'approche économique de la balance des paiements, que le Fonds monétaire international recommande, en principe, d'évaluer également les transactions de voyages sans contrepartie (par exemple, logement

Ainsi, les voyageurs peuvent se doter d'une allocation de billets avant leur départ, au lieu d'effectuer l'opération de change sur place au fur et à mesure de leurs besoins. L'utilisation des cartes, dont le développement devrait s'accélérer dans les prochaines années, se caractérise par un décalage entre le paiement au prestataire ou au vendeur et l'enregistrement du débit. En 1995, les paiements par carte ont représenté un tiers environ des recettes ou des dépenses de la ligne *voyages*, contre un peu moins de la moitié pour les seuls billets de banque (en francs ou en devises étrangères). Par ailleurs, les organisateurs de voyages effectuent des règlements antérieurs et postérieurs aux séjours effectués par leurs clients.

Dans l'ensemble, toutefois, ces décalages apparaissent relativement ténus, notamment pour les cartes (l'enregistrement des règlements entre les différentes entités nationales des réseaux intervient en fait dans des délais relativement courts) ou pour les opérations de change *in situ*, et n'ont qu'une incidence réduite sur l'interprétation des résultats.

2.3. Le recensement des flux de voyages à partir de l'utilisation des moyens de paiement présente des difficultés en matière d'allocation géographique qui, en revanche, ne sont pas sans incidence sur l'interprétation des résultats.

De fait, la circulation des billets de banque, par « tradition manuelle », s'effectue naturellement dans un anonymat qui ne permet pas d'identifier avec certitude la nationalité exacte du porteur.

Sur ce point, l'existence d'une zone de circulation des billets hors de l'aire de souveraineté du pays émetteur, pour certaines devises comme le dollar des États-Unis ou le deutschemark, peut sensiblement perturber la signification des flux sur un plan géographique. Un tel biais ne semble pas exister dans le cas du franc français, sauf marginalement et sur un espace géographique relativement limité.

De plus, par commodité, les voyageurs peuvent préférer se munir d'une devise dont l'acceptation est jugée plus universelle, même dans le cas de monnaies totalement convertibles, à la fois pour des résidents et des non-résidents, au-delà souvent des exigences du Fonds monétaire international (article VIII des statuts). Il ne faut pas négliger, en outre, l'effet de voyages « itinérants », comportant la traversée d'un ou plusieurs autres pays que celui de la destination finale.

Dans ces conditions, les recettes ou les dépenses de la ligne *voyages* provenant de l'échange de billets (ainsi que les chèques de voyages soulevant un problème similaire) libellés en dollars ne peuvent être affectés aux seuls États-Unis, bien qu'aucune correction ne soit mise en œuvre actuellement du fait d'une absence de méthodes fiables. Ce point fait d'ailleurs l'objet d'échanges d'informations entre divers partenaires européens confrontés à cette question.

Il convient cependant de relativiser l'ampleur de la distorsion sur la ventilation géographique des voyages.

Ainsi, pour les recettes en dollars correspondant à des opérations de change (soit 16 % environ du total), on peut estimer à environ 85 %-90 % la part attribuable effectivement à des voyageurs américains.

Pour les dépenses des Français à l'étranger, l'effet serait cependant plus marqué puisque les achats de billets libellés en dollars représentent une part plus importante de l'ensemble des achats de billets étrangers (soit près de 30 %) et que la part du pays émetteur ne dépasserait pas 70 %. S'agissant des opérations portant sur le deutschemark, selon diverses indications, seule une très faible fraction ne concernerait pas des flux relatifs à son pays d'émission.

gratuit chez des parents ou amis) mais, jusqu'à présent, aucun grand pays ne s'est révélé capable de procéder à une telle mesure.

Mais une autre source de biais résulte du rôle de la place de Zurich comme « marché de gros » du billet de banque. Il convient de souligner que les voyageurs effectuent encore de façon massive leurs opérations de change dans le pays d'origine, avant leur départ. Ce comportement s'explique sans doute par la crainte de ne pouvoir changer, à tout moment et en tout lieu, sa propre devise nationale et par l'incertitude sur les conditions pratiquées. En outre, beaucoup de ces opérations sont effectuées auprès des intermédiaires bancaires habituels. Dans les recettes de voyages de la France, environ le quart résulte de la demande de billets français à l'étranger.

Or, malgré les relations de « *correspondent banking* » nouées entre les établissements bancaires français sur une base internationale très large, les intermédiaires étrangers, dans plusieurs pays européens, choisissent de s'approvisionner en billets français à Zurich, très compétitive en termes de coût et de disponibilité. C'est la raison pour laquelle la balance des voyages de la France donne une place prépondérante à la Suisse (30 % du total des recettes et une contribution au solde global proche de la moitié). Ces flux ne font actuellement l'objet d'aucune correction, faute de disposer d'une méthode opérationnelle suffisamment fiable.

Dans le cadre de l'harmonisation des balances des paiements européennes, le problème de l'affectation géographique fait l'objet de travaux divers, fondés sur la confrontation des expériences, certains pays procédant à des corrections statistiques, et une procédure d'échanges réguliers de données bilatérales se met progressivement en place.

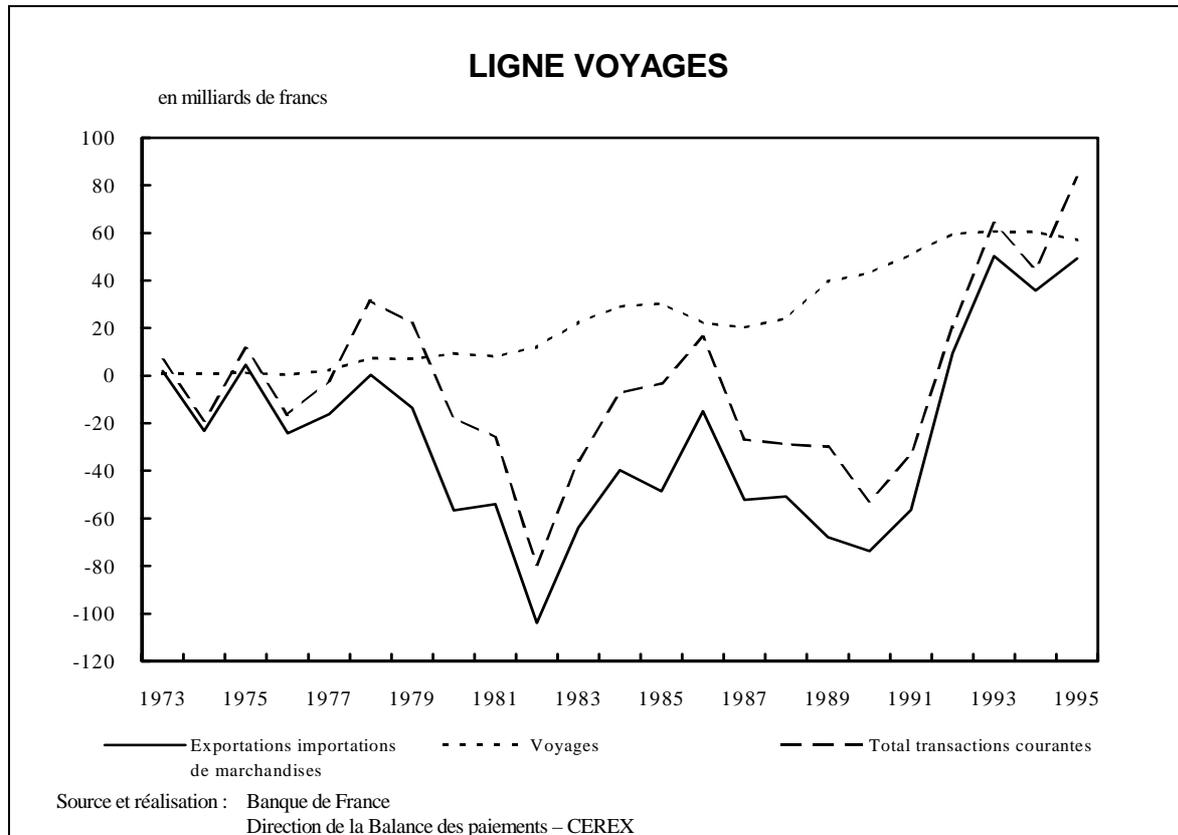
2.4. Enfin, la perspective du passage à la monnaie unique (« Phase III » de l'UEM) va remettre en cause les modalités du recensement pour une partie de l'information utilisée actuellement dans l'élaboration de la ligne *voyages*, tandis que la circulation devrait rapidement dépasser les frontières du territoire européen. La préparation active de ce bouleversement est déjà bien avancée. Des réflexions approfondies sont en cours, en France et au niveau européen, sur l'indispensable élargissement des sources d'informations et l'inévitable combinaison nouvelle de données de types variés qu'il faudra mettre en œuvre.

3. Pourquoi la France enregistre-t-elle de telles performances ?

L'analyse du résultat des échanges de la ligne voyages se révèle particulièrement complexe du fait de la multiplicité des facteurs, tant pour l'offre que pour la demande, tenant en particulier à la diversité des motifs de déplacement. Au sein de ces facteurs, il est important également de distinguer les éléments structurels de l'influence des évolutions conjoncturelles.

Par ailleurs, puisque l'accent est généralement mis sur le solde de ces flux, il faut tenir compte du dynamisme respectif des recettes et de celui des dépenses, bien que le jeu de certains facteurs puisse intervenir conjointement sur ces deux flux. De fait, on observe, depuis 1988, une progression moyenne des recettes d'environ le double de celle des dépenses (soit, par an, 10 %, contre 5 %).

LIGNE VOYAGES						
<i>(montant en milliards de francs – taux de croissance en pourcentage)</i>						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Recettes	109,9	120,5	133,4	133,4	137,0	137,6
Taux de croissance	6,06	9,63	10,66	0,04	2,69	0,43
Dépenses	66,8	69,5	73,7	72,7	76,5	80,5
Taux de croissance	4,31	4,11	5,98	- 1,34	5,22	5,27
Solde	43,1	51,0	59,7	60,7	60,5	57,1
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX						



3.1. Les facteurs d'offre (ou compétitivité-prix) jouent un rôle essentiel dans les déplacements motivés par un tourisme de loisirs.

Ces facteurs tiennent au degré « d'attractivité » structurelle d'un territoire donné, générateur de recettes touristiques, mais aussi de celui de « captation » exercée vis-à-vis des habitants de ce territoire. Il n'est à cet égard nullement étonnant que la proportion des vacances prises à l'étranger soit beaucoup plus élevée en Allemagne qu'en France (plus du triple). Si l'échange international est fondé, comme l'ont soutenu certains théoriciens, sur une « demande de différence », une offre nationale diversifiée influe de façon favorable sur les flux de voyages, tant du côté des recettes que des dépenses.

Les voyages obéissant à d'autres motifs sont sans doute moins sensibles à ces facteurs d'offre, comme dans le cas des visites familiales (liées à l'immigration et aux structures parentales transfrontières), des pèlerinages (ferveur religieuse, « rayonnement » de certains lieux), de l'éducation (tradition d'accueil des universités et politique de coopération), et du tourisme d'affaires (fonction de l'intégration des échanges internationaux). Bien entendu, notamment dans les deux derniers cas, les structures d'accueil influencent le niveau des flux.

On n'insistera pas sur la « vocation » évidente de la France à constituer une « grande puissance » en matière touristique.

Sa « dotation naturelle » est en effet particulièrement riche, liée à l'étendue de son territoire et la diversité de ses paysages, à des conditions climatiques relativement favorables, à la qualité de son patrimoine architectural, historique ou récent, aux nombreuses collections artistiques qu'elle permet d'approcher, au rayonnement de sa culture, etc.

Mais, comme le montrent les analyses contemporaines sur la compétitivité des économies, de tels avantages naturels ne valent que s'ils sont valorisés avec efficacité.

En l'occurrence, il s'agit d'abord des *équipements d'hébergement*. On ne peut, à cet égard, que rapprocher le renforcement des recettes de l'effort d'investissement, de rénovation, de modernisation, qui a été entrepris sous l'impulsion des pouvoirs publics. Les capacités d'accueil ont ainsi évolué de façon importante, à la fois en quantité et, surtout, en qualité. La France, par ailleurs, compte l'un des parcs de résidences locatives le plus large au monde.

Le développement des *infrastructures touristiques*, comme la création progressive d'un domaine skiable très étendu et équipé de façon moderne, jouent également un rôle très important mais il faut également insister sur la qualité des *transports intérieurs* qui permettent un accès aisé aux lieux de consommation touristique. Sur ce plan, la politique d'aménagement du territoire, visant à désenclaver certaines régions à potentiel touristique, a joué un rôle non négligeable.

L'organisation des services touristiques, à tous les échelons, et le développement de la promotion ont, en outre, fait l'objet de politiques actives et d'un souci de rationalisation, en collaboration étroite avec les milieux professionnels, qui n'ont pas été sans effet sur l'essor des flux touristiques. Dans un grand nombre de pays, les pouvoirs publics, confrontés à de sérieuses difficultés en matière d'emploi, ont pris conscience du potentiel représenté par l'ensemble des activités touristiques. En outre, le développement de « l'équipement touristique » ne requiert qu'un faible montant d'importations.

Par ailleurs, et ce facteur ressort assez nettement de diverses enquêtes menées auprès de touristes non résidents, *le souci, déjà ancien et souvent novateur, de la préservation des sites et du patrimoine* (parcs nationaux et régionaux, classement des monuments historiques, etc.) renforce incontestablement cet effet d'attraction.

Il est cependant difficile de parvenir à une mesure précise et rigoureuse de l'importance de l'incidence de l'offre. La compétitivité de cette dernière doit en effet être estimée de façon relative par rapport à ses principaux concurrents et notamment à l'Espagne et à l'Italie qui possèdent également d'appréciables avantages sur les plans naturel et patrimonial. Il existe, en effet, des effets de « détournements de trafic » entre des destinations partiellement substituables.

Dans cette approche, la France a pris une certaine avance au cours des dernières années sur ses « concurrents », pour diverses raisons (notamment : modernisation plus intense, moindre saturation, politique de préservation naturelle et de sauvegarde du patrimoine plus dynamique). Ainsi, une partie importante de la clientèle étrangère, originaire de différents pays, a incontestablement procédé à un arbitrage favorable pour la France tandis que l'attrait de ces destinations méridionales auprès des résidents français a eu tendance à fléchir.

En revanche, le développement d'infrastructures touristiques dans d'autres pays du bassin méditerranéen, avec un coût de transport relativement abordable pour une fraction assez large des voyageurs, représente une menace concurrentielle. Dans le cas de la France, toutefois, cette dernière semble relativement modérée et a essentiellement joué au détriment d'autres destinations étrangères.

3.2. Les facteurs de demande, pour leur part, apparaissent moins nombreux et peuvent être mis en évidence plus aisément, bien que l'on puisse noter une très grande diversité des comportements. En se limitant aux voyages de « purs » loisirs, un facteur primordial concerne le niveau de vie.

La corrélation entre le produit intérieur brut (PIB) par tête et la propension de la population à effectuer des voyages à l'étranger ne ressort cependant pas très nettement, du fait principalement de l'influence de l'offre nationale et de facteurs culturels. Par ailleurs, le coût des voyages dans un même pays peut varier très sensiblement, compte tenu de la large ouverture de la gamme des prestations

possibles, notamment en matière d'hébergement et de restauration. Le niveau moyen des dépenses apparaît ainsi assez bien relié au niveau de la richesse du pays d'origine mais cette constatation ne vaut que dans le cas d'un tourisme de « masse », ne se limitant pas aux couches sociales les plus favorisées, ou lorsque des disparités régionales trop marquées (comme dans le cas de l'Italie) ne sont pas observées.

Si le tourisme ne peut être assimilé à un véritable « bien de luxe » (selon divers travaux, l'élasticité par rapport au revenu n'est pas sensiblement supérieure à 1 pour les voyages à l'étranger), il semble cependant incontestable que l'augmentation du pouvoir d'achat, qui ne s'est pas interrompue depuis une vingtaine d'années, constitue un stimulant puissant au développement des voyages. D'ailleurs, la progression soutenue des recettes de la France peut s'expliquer pour une part non négligeable par une sorte de « rattrapage » qui a été observé sur ce plan dans les pays de l'Europe du Sud.

Cette tendance de long terme peut cependant être contrecarrée par l'évolution cyclique de l'économie et les phases de ralentissement ou de stagnation du pouvoir d'achat.

Le « rapport qualité/prix » constitue l'un des principaux critères de choix par les voyageurs de leurs destinations, des modalités de séjour et de l'importance des ressources qu'ils y consacreront.

L'aspect « qualité » se rapporte donc à l'offre, corrigée toutefois d'un décalage dans la perception de son évolution, d'effets de « réputation » et, sans doute pour partie, de phénomènes de modes ou l'existence d'événements à caractère exceptionnel. Ainsi, l'essor des recettes touristiques françaises dans les années quatre-vingt est intervenu avec un retard non négligeable par rapport aux efforts de modernisation qui avaient été engagés auparavant tandis que la vive progression des recettes en 1989 (+ 26 %) a été souvent excessivement attribuée à un « effet bicentenaire » qu'il convient cependant de ne pas surestimer. En revanche, dans le cas de l'Espagne, le double effet des jeux olympiques d'été à Barcelone et de l'exposition universelle de Séville en 1992 est incontestable.

Pour sa part, le « volet prix » concerne à la fois l'évolution de la tarification des prestations sur un plan interne et plus généralement des prix de détail, liée essentiellement à l'évolution macro-économique, et bien entendu, au taux de change. De façon générale, les prix des activités touristiques, composées essentiellement de services, augmentent à un rythme supérieur à celui de l'indice des prix de détail. Lorsque la hausse de ces derniers est relativement forte, comme au cours de la décennie soixante-dix et au début des années quatre-vingt, l'écart cumulé sur plusieurs années peut être relativement important et se traduit par des écarts de compétitivité supérieurs à ceux qui résultent de l'observation des seuls indices de prix de détail.

Dans une perspective de moyen-long terme, on peut penser, en vertu de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, certes difficile à valider de façon incontestable sur un plan pratique, qu'il y aura une certaine tendance à l'égalisation des coûts des voyages en monnaie nationale. Du moins, une telle évolution s'est dessinée assez nettement sur la zone européenne et, par exemple, a contribué, combinée à une relative saturation de l'offre, au moindre dynamisme que l'on a observé depuis les années quatre-vingt dans l'orientation des dépenses des voyageurs français vers les pays de l'Europe du Sud.

Cependant, à court terme, l'évolution des changes peut provoquer des ajustements sous forme de ruptures brutales génératrices de variations marquées dans l'orientation des recettes et des dépenses. Les données bilatérales commentées ci-après (cf. 3. et 4.) confirment tout à fait ce point. Sous réserve d'une bonne perception du coût réel par les agents économiques (meilleure lorsque le séjour est organisé par l'intermédiaire de voyagistes), la réaction des agents peut être relativement marquée.

Par exemple, un pays dont la parité monétaire évoluerait vers un niveau plus « réaliste » retrouverait une compétitivité perdue ou amoindrie et rétablirait sa véritable place en regard des facteurs fondamentaux. Mais, dans ce domaine également, les facteurs psychologiques ne sont pas négligeables et on peut observer des phénomènes de « surréaction », à l'origine d'une certaine instabilité des flux bilatéraux.

L'effet des mouvements de change sur les flux touristiques peut néanmoins être contrecarré par l'évolution de la conjoncture économique. C'est notamment le cas, en France, pour l'année 1993 durant laquelle l'ampleur de la récession a compensé l'incidence positive des dévaluations de plusieurs monnaies d'Europe du Sud sur les dépenses touristiques des Français.

Il ressort, enfin, de certaines études récentes, menées notamment à la Banque de France, que dans une approche de long terme les variations de change n'exercent qu'une influence assez réduite. L'offre, les habitudes, l'inertie des comportements, les variables non économiques reprennent alors tout leur poids.

4. D'où viennent les voyageurs étrangers ? ¹

(cf. annexes)

La concentration des recettes sur quelques pays est le trait le plus caractéristique.

4.1. Ainsi, les trois premiers pays ont contribué à près des deux tiers des recettes en 1994. En retenant les dix premiers pays, classement plus pertinent d'un point de vue méthodologique, on obtient 90 % du total des recettes. On constate, de plus, qu'au cours des cinq dernières années, la hiérarchie des pays (par ordre décroissant) a peu évolué puisque les 10 premiers sont demeurés identiques, quelques reclassements étant intervenus à partir de la cinquième place (principalement le recul de l'Italie). En outre, leur poids global dans le total des recettes est resté stable.

Les pays européens, au nombre de huit parmi les dix premiers, représentent 75 % de l'ensemble des recettes, ce qui reflète la prépondérance d'un « tourisme de proximité », et plus particulièrement « continental ». Ainsi, les pays ayant des frontières terrestres avec la France ont été en 1994 à l'origine de 56 % du total des recettes (70 % si l'on considère également le Royaume-Uni et les Pays-Bas comme des pays limitrophes).

4.2. La Suisse se « détache » nettement dans ce classement, avec près de 30 % des recettes totales. Comme cela a été expliqué ci-dessus, la part de ce pays est cependant surestimée du fait de la méthode de recensement employée. Mais il est important de noter que la « réaffectation » de recettes sur d'autres partenaires concernerait essentiellement des pays apparaissant dans ce classement, principalement l'Allemagne et, de façon plus modeste, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas.

Selon certaines hypothèses, le montant de cette réallocation peut être estimé à une quinzaine de milliards de francs, ce qui devrait laisser la Suisse au premier rang, mais avec une faible avance sur le pays suivant. Cette situation ne paraît nullement aberrante, compte tenu de certains paramètres. Disposant d'un pouvoir d'achat élevé et d'un cadre naturel relativement étroit, les résidents suisses ont un taux de départ à l'étranger particulièrement élevé, la France représentant le premier pays visité. Par ailleurs, la proximité de grandes villes du territoire français est à l'origine de nombreux déplacements pour des achats courants.

¹ Dans cette partie, comme dans la suivante, les classements présentés peuvent différer d'autres informations fondées sur le recensement des « flux physiques ». Ces écarts proviennent des différences de champ de recensement et sont influencés par le biais géographique de la méthode de recensement via les règlements. En outre, la balance des paiements enregistre directement des montants valorisés qui tiennent compte du coût effectif des voyages.

4.3. *Les États-Unis occupent la deuxième place « apparente » pour les recettes, mais compte tenu des distorsions évoquées ci-dessus, on peut estimer que les résidents américains constituent plutôt la troisième origine des recettes touristiques de la France. Le poids des États-Unis et les flux de recettes les concernant demeurent réguliers au cours des dernières années. La France constitue en effet une destination relativement prisée, intégrée le plus souvent dans la visite de plusieurs pays européens. De plus, plusieurs enquêtes ont montré que le niveau moyen des dépenses par tête des touristes américains est assez élevé.*

4.4. *L'Allemagne est en troisième position, mais compte tenu de la réaffectation d'une partie des recettes sur la Suisse, elle représente en fait le deuxième pays « client » de la France, au premier rang des partenaires de l'Union européenne.*

On notera l'importance des flux, rapportés à la population, en provenance de la *Belgique*. Quant aux recettes avec le *Royaume-Uni*, au quatrième rang en 1994, elles témoignent également de relations intenses, traditionnelles et régulières.

4.5. *La part du Japon, encore faible (environ 3 %) mais croissante, mérite d'être soulignée. S'il s'agit le plus souvent de séjours de durée relativement courte, limités à la capitale et quelques lieux touristiques prestigieux, les voyageurs japonais affichent un niveau moyen de dépenses particulièrement élevé qui s'explique par diverses raisons (caractère « exceptionnel » des voyages lointains, coût élevé de certains produits français dans les réseaux de distribution japonais) 1. L'appréciation tendancielle du yen se traduit par une lente progression de la part du Japon dans les recettes, une accélération ayant été notamment enregistrée en 1994.*

4.6. Au-delà de ce « palmarès » des dix premiers pays « visiteurs », les autres pays d'origine n'occupent que des parts très modestes. Le onzième rang échoit ainsi, en 1994, à la Suède, avec une proportion de 0,8 % des recettes totales.

4.7. Enfin, il faut souligner que *l'incidence des évolutions de change*, très marquées depuis 1992 entre les monnaies européennes, apparaît nettement pour les recettes en provenance d'Espagne (– 30 % jusqu'en 1994) et de l'Italie (– 20,8 %). Cette contraction a affecté notablement les séjours de courte durée ainsi que les achats de biens dans les zones frontalières qui avaient été stimulés par la surévaluation de ces monnaies. En revanche, cette incidence est demeurée très modérée pour le Royaume-Uni (baisse des recettes de 4,3 %), sous l'effet d'une plus grande ancienneté des flux et d'une évolution conjoncturelle particulièrement favorable.

5. Quelles sont les destinations privilégiées des résidents ?

(cf. annexes)

Une forte concentration apparaît également du côté des dépenses de voyages des résidents français à l'étranger.

5.1. Ainsi, *les dix premières destinations ont contribué en 1994 à près de 80 % des dépenses totales (60 % pour les cinq premiers)*. On notera cependant une « redistribution » des rangs au sein de ces dix premiers pays.

¹ On notera à cet égard que, selon plusieurs enquêtes menées par les services administratifs chargés du tourisme, une durée de séjour courte est associée à un montant moyen de dépenses quotidiennes (hors transport de/vers le territoire d'origine) relativement important.

Le poids de l'Europe est moins important que dans le cas des recettes (en 1994, 56 % de l'ensemble). Trois pays non européens font en effet partie des premiers.

5.2. *Les États-Unis, au premier rang, représentent un cinquième environ des dépenses.* Une réallocation, proportionnellement plus importante que pour les recettes, doit cependant être effectuée, essentiellement pour des destinations non européennes, sous réserve toutefois, des voyages vers les pays de l'Europe centrale et orientale et la CEI. Sur la base d'une hypothèse de réaffectation de 30 %, les États-Unis demeureraient néanmoins la première destination, avec près de 15 % des dépenses. Cette situation n'est pas étonnante, en liaison avec « l'attrait » exercé par ce pays, la durée relativement longue des séjours et, en outre, l'importance des voyages ayant d'autres motivations que les seuls loisirs. Il importe toutefois de souligner que la part proposée ci-dessus ne constitue qu'un ordre de grandeur, résultant d'une estimation personnelle.

5.3. *L'Espagne occupe la deuxième place, avec un pourcentage légèrement supérieur à 10 %.* Elle représente la première destination européenne depuis déjà longtemps, mais on constate une tendance au plafonnement des dépenses au cours des dernières années, si l'on exclut l'effet des événements exceptionnels de 1992, déjà cités. Une relative saturation de l'offre et une hausse des prix assez soutenue expliquent cette évolution. Mais, les dévaluations de la peseta de 1992 et de 1993 ont permis à ce pays de retrouver un certain attrait auprès des voyageurs français en 1994, ce mouvement se poursuivant en 1995.

5.4. *L'Allemagne, depuis 1993, est le troisième pays de destination, avec une part de marché de 9,5 % environ.* Cette position tient, d'une part, au poids des déplacements dans les zones frontalières, d'autre part, à une proportion un peu plus forte de voyages d'affaires, en liaison avec la place de ce pays dans les échanges commerciaux.

5.5. *Le Royaume-Uni occupe depuis 1993 le quatrième rang, à près de 9 % mais en régression d'une place depuis le début des années quatre-vingt-dix.* L'affaiblissement de la livre sterling par rapport au franc n'a ainsi nullement stimulé les voyages vers cette zone, contrairement à ce qui avait été observé dans les années soixante-dix.

5.6. *L'Italie se situe à la cinquième position.* Comme pour l'Espagne, on remarque que cette destination « favorite » au cours des décennies précédentes subit également en tendance un certain tassement, lié principalement à la compétitivité de l'offre, en recul assez sensible. La dépréciation de la lire s'est toutefois traduite par une légère augmentation de la part de ce pays.

5.7. Parmi les pays en développement, seuls le Maroc et la Tunisie figurent dans le « palmarès » des dix premières destinations des voyageurs français, pour des raisons assez évidentes (proximité géographique, équipement, liens culturels, etc.). On notera que leur part a fléchi au cours de la période sous revue. Par ailleurs, dans la « concurrence » que se livrent ces deux destinations à certains égards substituables, la Tunisie comble quelque peu son « retard » depuis deux ans.

S'agissant de *la hiérarchie des autres destinations*, il faut noter que les parts ne semblent guère évoluer, sauf exception (par exemple la progression du Sénégal, qui a « bénéficié » de la dévaluation de 50 % du franc CFA au début de 1994). Les principaux partenaires à signaler en 1994 sont ainsi la Grèce (quasiment à égalité avec les Pays-Bas, avec 1,5 %), le Portugal (1,2 %), le Sénégal (1,1 %) et le Japon (1,1 %). Les autres pays riverains de la Méditerranée comptent pour 1,2 % tandis que l'ancien bloc de l'Est représente globalement 0,7 %.

Quant aux *destinations plus « exotiques »*, elles ne totalisent également que des poids relativement faibles, cependant sous-estimés compte tenu de la part de l'usage du dollar par les touristes se rendant dans ces régions : 1,5 % pour l'Asie du Sud-Est, 1,1 % pour la Chine (y compris Hong Kong) et 1,0 % pour l'Amérique latine. La part de ces destinations n'a en outre pas marqué d'évolution sensible au cours des dernières années. Il n'existe en effet de comportements récurrents que pour une fraction très réduite des voyageurs.

6. Quels sont les principaux soldes bilatéraux ?

Une première remarque s'impose : comme pour le commerce extérieur de marchandises, la plupart des principaux pays partenaires apparaissent à la fois en recettes et en dépenses. Ainsi, huit pays sont communs aux deux classements en 1994, bien entendu avec des poids quelque peu différents puisque les taux de couverture varient selon les pays.

6.1. *Le classement des dix premiers excédents par pays est, pour sa part, globalement constant mais avec une hiérarchie relativement irrégulière, ce qui est normal puisque les rythmes d'évolution des recettes et des dépenses ont été assez différenciés. De plus, un seul pays classé dans les dix premiers pour les recettes ne figure pas dans ce « palmarès », à savoir l'Espagne. On notera, par ailleurs, le recul très net du rang de l'Italie, ainsi que la progression de celui du Japon. Le poids des pays européens est en outre prépondérant, avec plus de 90 % du total des dix premiers soldes positifs. Enfin, les autres soldes positifs représentent en 1994 environ 4 milliards de francs, ce qui souligne la très forte concentration de l'excédent sur un nombre réduit d'origines.*

L'excédent sur la Suisse représente 50 % environ de l'excédent global des dix pays retenus et se détache nettement (il représente quatre fois celui du deuxième, l'Allemagne). La réaffectation des flux sur d'autres pays, essentiellement pour les recettes, ne modifierait pas cette situation mais réduirait sensiblement « l'avance » sur l'excédent relatif à l'Allemagne.

6.2. *S'agissant des dix premiers déficits, on constate une plus grande instabilité en ce qui concerne les pays qui font partie de ce noyau, totalisant une dizaine de milliards de francs. Contrairement au cas des recettes, les autres soldes négatifs représenteraient également des montants en proportion importante de ce total, environ 25 %.*

De fait, au cours de la période, des reclassements nombreux apparaissent à partir du quatrième rang, notamment le repli d'Andorre, l'absence de la Turquie, la progression de la Grèce et du Portugal. Les trois premiers pays sont à l'origine de près de 60 % du total des déficits bilatéraux. On notera qu'en 1994 l'Espagne a retrouvé nettement une première place qui paraît plus conforme à la vocation touristique de ce pays et correspond à une constante depuis les années soixante-dix.

On notera, enfin, que ces principaux soldes négatifs correspondent à des taux de couverture très différenciés. Le contraste est en effet frappant entre le taux des pays en développement, au maximum de 10 % environ, et des pays industriels, comme le Portugal (54 % en 1994), l'Espagne (60 %) ou le Canada (75 %). La Grèce se trouve dans une situation intermédiaire, avec 24 %.

7. L'excédent des voyages va-t-il se maintenir durablement au niveau observé au cours des années récentes ?

L'excédent de la ligne *voyages*, qui se situait à près de 30 milliards de francs en 1985, a atteint 57,7 milliards en 1992, puis s'est établi à près de 60 milliards au cours des trois années suivantes. En 1995, il devrait toutefois fléchir de près de 3 milliards de francs, sous l'effet combiné d'une légère reprise des dépenses et d'une quasi-stabilité des recettes.

L'importance de cet excédent reflète la compétitivité de l'économie française autant que dans le cas d'activités industrielles à « forte valeur ajoutée ». Dans le cadre de la mondialisation des échanges, de l'accentuation de la concurrence, aucun avantage dans la compétition internationale ne doit être négligé. Toute contribution positive à l'équilibrage du solde des transactions courantes est à considérer avec attention, dès lors qu'elle se révèle durable.

L'excédent des voyages peut compenser de la sorte le résultat d'autres types d'échanges qui dégagent un solde structurellement négatif, comme les transports (insuffisante compétitivité de l'offre nationale), les revenus (mais une tendance au rééquilibre est amorcée, en raison notamment des excédents courants dégagés depuis 1992), les transferts courants (contribution nette aux ressources de l'Union européenne et aide au développement), ou sujets à de sensibles fluctuations, comme dans le cas du solde des marchandises.

Il convient néanmoins de s'interroger sur la pérennité d'un excédent de la ligne voyages à un niveau relativement élevé.

Comme le montre le fléchissement, certes limité, du solde en 1995, l'influence conjoncturelle n'est pas à sous-estimer à court terme.

C'est ainsi que les efforts d'assainissement budgétaire, menés en Europe dans le cadre de la convergence, ont pu peser sur les recettes par leur effet sur le dynamisme de la consommation des ménages. De même, l'instabilité monétaire concourt à une certaine irrégularité des flux. Par ailleurs, des événements de nature non économique peuvent venir perturber les projets des voyageurs qui affichent une assez forte « aversion pour le risque ».

Mais les facteurs conjoncturels et les évolutions des taux de change n'ont qu'une incidence de relative courte durée. Les politiques économiques n'ont que temporairement une orientation restrictive et les « chocs » non économiques ont été jusqu'alors surmontés assez aisément.

C'est pourquoi, au-delà de fluctuations, au demeurant limitées et dont les effets s'estompent rapidement, les perspectives à long terme fondées sur les éléments structurels demeurent favorables. L'acquis de la France dans le domaine touristique semble solide et garantit la pérennité de soldes positifs significatifs. Les liens avec les principaux partenaires sont beaucoup trop réguliers et étroits, notamment sur un plan culturel, pour envisager sérieusement tout « retour en arrière ».

Dans ces conditions, il est impératif de poursuivre la valorisation des atouts de la France dans le domaine des voyages, afin de maintenir et même renforcer l'effet d'attraction de son territoire, puisqu'il a été montré que les facteurs d'offre exerçaient une influence décisive sur le résultat de ces échanges.

Enfin, La poursuite de la construction européenne, avec l'entrée en vigueur de la phase III de l'UEM, devrait renforcer la position de la France en permettant de valoriser davantage ses solides atouts, sur un espace unifié exempt de toute instabilité monétaire.

DIX PREMIERS PAYS EN RECETTES

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Année 1991			Année 1992		
	Montant	Part		Montant	Part
Suisse.....	33 895	28,6	Suisse.....	36 421	27,8
États-Unis.....	14 807	12,5	États-Unis.....	17 428	13,3
Allemagne.....	14 123	11,9	Allemagne.....	16 414	12,5
Royaume-Uni.....	13 089	11,1	Royaume-Uni.....	13 772	10,5
Italie.....	8 281	7,0	Italie.....	9 951	7,6
Espagne.....	7 167	6,1	Belgique – Luxembourg.	7 507	5,7
Belgique – Luxembourg.	6 386	5,4	Espagne.....	6 929	5,3
Pays-Bas.....	4 040	3,4	Pays-Bas.....	4 379	3,3
Japon.....	3 291	2,8	Japon.....	3 831	2,9
Autriche.....	1 695	1,4	Autriche.....	2 153	1,6
Année 1993			Année 1994		
	Montant	Part		Montant	Part
Suisse.....	36 990	28,21	Suisse.....	40 423	29,94
États-Unis.....	18 560	14,1	États-Unis.....	18 522	13,7
Allemagne.....	16 690	12,7	Allemagne.....	16 544	12,3
Royaume-Uni.....	13 472	10,3	Royaume-Uni.....	13 173	9,8
Belgique – Luxembourg.	8 277	6,3	Belgique – Luxembourg.	8 777	6,5
Italie.....	7 711	5,9	Italie.....	7 886	5,8
Espagne.....	5 689	4,3	Espagne.....	4 818	3,6
Pays-Bas.....	5 117	3,9	Pays-Bas.....	4 742	3,5
Japon.....	3 679	2,8	Japon.....	4 362	3,2
Autriche.....	1 787	1,4	Autriche.....	1 945	1,4

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – CEREX

DIX PREMIERS PAYS EN DÉPENSES

(montant en millions de francs – part en pourcentage)

Année 1991			Année 1992		
	Montant	Part		Montant	Part
États-Unis.....	13 749	20,4	États-Unis	15 955	22,3
Espagne	8 107	12,0	Espagne.....	8 738	12,2
Royaume-Uni.....	7 157	10,6	Royaume-Uni.....	6 722	9,4
Italie.....	5 597	8,3	Italie.....	6 154	8,6
Allemagne.....	5 248	7,8	Allemagne.....	5 766	8,1
Suisse.....	4 209	6,2	Suisse.....	4 254	6,0
Belgique – Luxembourg.	4 039	6,0	Belgique – Luxembourg.	4 007	5,6
Maroc	2 424	3,6	Maroc.....	2 771	3,9
Tunisie.....	1 297	1,9	Tunisie.....	1 196	1,7
Canada.....	1 062	1,6	Pays-Bas.....	1 143	1,6
Année 1993			Année 1994		
	Montant	Part		Montant	Part
États-Unis.....	15 991	22,6	États-Unis	16 399	22,0
Espagne	7 623	10,8	Espagne.....	8 145	11,0
Allemagne.....	6 506	9,2	Allemagne.....	7 192	9,7
Royaume-Uni.....	6 295	8,9	Royaume-Uni.....	6 599	8,9
Italie.....	6 022	8,5	Italie.....	6 356	8,5
Suisse.....	4 534	6,4	Suisse.....	4 963	6,7
Belgique – Luxembourg.	3 821	5,4	Belgique – Luxembourg.	3 636	4,9
Maroc	2 571	3,6	Maroc.....	2 691	3,6
Tunisie.....	1 269	1,8	Tunisie.....	1 714	2,3
Pays-Bas.....	1 106	1,6	Pays-Bas.....	1 283	1,7

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – CEREX

DIX PREMIERS PAYS EN SOLDES POSITIFS

(montant en millions de francs)

Année 1991		Année 1992	
	Montant		Montant
Suisse	29 686	Suisse.....	32 167
Allemagne.....	8 875	Allemagne.....	10 648
Royaume-Uni.....	5 932	Royaume-Uni.....	7 050
Pays-Bas.....	3 007	Italie	3 797
Italie	2 684	Belgique – Luxembourg..	3 500
Japon	2 460	Pays-Bas.....	3 236
Belgique – Luxembourg..	2 347	Japon	2 974
Autriche.....	1 146	Autriche.....	1 649
États-Unis.....	1 058	États-Unis.....	1 473
Suède.....	849	Suède.....	971
Total 10 pays.....	58 044	Total 10 pays.....	67 465
Année 1993		Année 1994	
	Montant		Montant
Suisse.....	32 456	Suisse.....	35 460
Allemagne.....	10 184	Allemagne.....	9 352
Royaume-Uni.....	7 177	Royaume-Uni.....	6 574
Belgique – Luxembourg..	4 456	Belgique – Luxembourg..	5 141
Pays-Bas	4 011	Japon.....	3 537
Japon.....	2 874	Pays-Bas	3 459
États-Unis	2 569	États-Unis	2 123
Italie.....	1 689	Italie.....	1 530
Autriche.....	1 237	Autriche	1 381
Suède	902	Suède.....	864
Total 10 pays.....	67 555	Total 10 pays.....	69 421

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – CEREX

DIX PREMIERS PAYS EN SOLDES NÉGATIFS

(montant en millions de francs)

Année 1991		Année 1992	
	Montant		Montant
Maroc	- 2 175	Maroc.....	- 2 516
Tunisie.....	- 1 157	Espagne.....	- 1 809
Andorre.....	- 993	Tunisie.....	- 1 047
Espagne.....	- 940	Andorre.....	- 899
Grèce.....	- 819	Grèce.....	- 785
Portugal.....	- 594	Sénégal.....	- 604
Thaïlande.....	- 585	Thaïlande.....	- 539
Singapour.....	- 339	Portugal.....	- 462
Sénégal.....	- 321	Turquie.....	- 300
Turquie.....	- 313	Singapour.....	- 272
Total 10 pays.....	- 8 236	Total 10 pays.....	- 9 233
Année 1993		Année 1994	
	Montant		Montant
Maroc	- 2 342	Espagne.....	- 3 327
Espagne.....	- 1 934	Maroc.....	- 2 403
Tunisie.....	- 1 113	Tunisie.....	- 1 554
Grèce.....	- 828	Grèce.....	- 873
Andorre.....	- 552	Sénégal.....	- 788
Thaïlande.....	- 502	Portugal.....	- 411
Portugal.....	- 326	Thaïlande.....	- 403
Turquie.....	- 304	Andorre.....	- 393
Sénégal.....	- 277	Canada.....	- 300
Maurice.....	- 237	Maurice.....	- 225
Total 10 pays.....	- 8 415	Total 10 pays.....	- 10 677

Source etréalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – CEREX

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ BANCAIRE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE AU PREMIER SEMESTRE 1995

D'après la Banque des règlements internationaux (BRI), la reprise de l'activité bancaire et financière internationale, déjà perceptible au second semestre de 1994, a été confirmée au premier semestre de 1995. L'encours des créances internationales des banques déclarantes a progressé de 5,5 %, un flux positif de 483,8 milliards de dollars succédant à celui de 360,9 milliards du second semestre de 1994.

Les banques résidentes ont également enregistré une augmentation de leurs créances internationales, qui ont crû de 9,5 %.

Les marchés primaires internationaux de titres ont, pour leur part, évolué de façon contrastée. Le marché des euro-effets et des crédits syndiqués progresse désormais plus rapidement que le marché obligataire international.

DAVID KARMOUNI

Direction de la Balance des paiements

Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au premier semestre 1995

L'activité bancaire et financière internationale n'a guère été ralentie au premier semestre de 1995 par un environnement financier instable. On en voudra pour preuve la forte progression des opérations de crédit et de dépôt aussi bien dans le monde qu'en France (cf. 1.). Quant aux marchés internationaux de titres (cf. 2.), leur évolution apparaît contrastée, leur croissance globale étant principalement due aux émissions d'euro-effets qui concurrencent de plus en plus le marché euro-obligataire.

Les données de cet article proviennent des statistiques « Euromonnaies » de la BRI, qui sont agrégées à partir des informations communiquées par les banques centrales des pays déclarants. Les données relatives à la France sont collectées par la direction de la Balance des paiements de la Banque de France (Service des Capitaux monétaires extérieurs – SEMEX).

1. Les opérations internationales de crédits

Le tableau suivant résume les flux enregistrés au cours du premier semestre 1995 et du second semestre 1994, ainsi que les encours internationaux de crédits à fin juin 1995 et fin juin 1994.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS BANCAIRES						
<i>(en milliards de dollars)</i>						
	Flux				Encours	
	Premier semestre 1995		Second semestre 1994		à fin juin	à fin juin
	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	3 ^e trimestre	4 ^e trimestre	1995	1994
Total des créances des banques déclarantes.....	322,0	161,8	154,0	206,9	9 335,8	7 962,4
Crédits bancaires nets (a).....	165,0	75,0	75,0	35,0	4 670,0	4 110,0
(a) Nets de la variation des dépôts interbancaires						
Source : BRI						
Réalisation : Banque de France						
Direction de la Balance des paiements – SEMEX						

1.1. Les traits marquants

La reprise de l'activité bancaire internationale, déjà perceptible au second semestre de 1994, s'est accélérée au premier semestre de 1995. La progression des créances a été de 483,8 milliards de dollars, faisant suite à un flux positif de 360,9 milliards au second semestre 1994. Néanmoins, la croissance des crédits bancaires nets des dépôts interbancaires apparaît plus mesurée, les flux étant de 240 milliards de dollars, soit deux fois plus qu'au second semestre 1994. En glissement annuel, les encours ont progressé de 13,6 %.

1.1.1. Progression de l'activité interbancaire

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'ACTIVITÉ INTERBANCAIRE INTERNATIONALE						
<i>(en milliards de dollars)</i>						
	Flux				Encours	
	Premier semestre 1995		Second semestre 1994		à fin juin	à fin juin
	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	3 ^e trimestre	4 ^e trimestre	1995	1994
Total des créances sur non-résidents (A).....	264,7	197,2	129,6	194,4	7 983,3	6 736,6
dont :						
– créances interbancaires au sein de la zone déclarante.....	223,8	158,5	113,0	180,5	6 774,3	5 716,4
Total des créances en devises sur résidents (B).....	57,4	- 35,3	24,4	12,4	1 352,5	1 225,8
Total des créances internationales des banques déclarantes (A + B).....	322,0	161,8	154,0	206,9	9 335,8	7 962,4
Source : BRI						
Réalisation : Banque de France						
Direction de la Balance des paiements- SEMEX						

L'encours des créances sur les non-résidents a enregistré la plus forte augmentation relative, puisqu'il progresse de 18,5 % en glissement annuel, alors que le volume des créances vis-à-vis des résidents n'a crû que de 10,3 % entre juin 1994 et juin 1995.

Au premier trimestre, la vigueur, particulièrement marquée, de l'activité interbancaire est la conséquence de deux phénomènes survenus pendant cette période. D'une part, les tensions qui ont affecté certaines devises européennes ont stimulé l'activité de prêts en francs français et en liras italiennes (respectivement 30,2 milliards et 14,1 milliards en contre-valeur dollars) ; néanmoins, les flux d'emprunts des non-résidents liés aux pressions spéculatives ont été moindres qu'en 1993-1994. D'autre part, l'activité de prêt en yens a représenté à elle seule 23 % de l'accroissement des créances externes des banques dans les pays déclarants, le système bancaire japonais ayant recyclé une partie des excédents courants sous forme de dépôts en euro-yens auprès des centres européens.

Au deuxième trimestre, le dynamisme de l'activité a été circonscrit à l'Asie, les créances interbancaires au sein de l'Europe ainsi qu'entre l'Europe et l'Amérique du Nord n'ayant guère varié, du fait de remboursements de positions prises antérieurement.

1.1.2. Rôle des banques résidentes en France

Le rôle des banques résidentes a été caractérisé au cours du semestre par :

- la progression des dépôts de francs des non-résidents,
- le retour à une position emprunteuse de francs par les non-résidents,
- la légère contraction de l'activité en devises.

1.1.2.1. Les dépôts de francs des non-résidents ont progressé de 19 % en contre-valeur dollars au cours de la période sous revue. Compte tenu de la baisse du dollar, la progression réelle est limitée à 9 %.

DÉPÔTS DE FRANCS DES NON-RÉSIDENTS*(en milliards de dollars)*

	Encours à fin juin 1995	Encours à fin juin 1994	Encours à fin décembre 1994	Variation semestrielle (en pourcentage)
Dépôts de francs en provenance de:				
– UEBL.....	27,3	19,5	19,5	40,0
– Royaume-Uni.....	36,1	27,0	31,5	14,6
– Antilles néerlandaises.....	3,4	6,0	3,6	- 5,5
– Suisse.....	7,0	6,9	7,0	–
Total tous pays.....	117,1	95,9	98,4	19,0

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

La croissance des dépôts est imputable en partie à la volonté des non-résidents de jouer la baisse du marché obligataire par le biais de pensions reçues. Les titres donnés en pension livrée par les banques résidentes ont ainsi progressé de 39,4 milliards de francs, les non-résidents constituant en contrepartie des dépôts de francs, après avoir vendu ces titres pour pouvoir les racheter ensuite à meilleur cours.

1.1.2.2. Les créances en francs sur les non-résidents ont augmenté de 35,6 % en contre-valeur dollars. Compte tenu de la baisse du dollar, la progression des encours, après conversion en francs, n'a été que de 24 %.

CRÉANCES EN FRANCS SUR LES NON-RÉSIDENTS*(en milliards de dollars)*

	Encours à fin juin 1995	Encours à fin juin 1994	Encours à fin décembre 1994	Variation semestrielle (en pourcentage)
Créances en francs sur:				
– Royaume-Uni.....	64,8	46,2	42,6	52,0
– UEBL.....	17,0	11,5	11,1	53,0
– Italie.....	6,0	5,7	4,8	25,0
Total tous pays.....	161,5	123,6	119,1	35,6

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

Des motifs de spéculation et de couverture du risque de change expliquent l'augmentation des emprunts de francs. D'ampleur plus limitée qu'en 1993, la spéculation à la baisse du franc a pris la forme habituelle d'emprunts de francs, essentiellement par le biais des titres donnés en pension livrée par les non-résidents, qui ont augmenté de 65,8 milliards de francs (les francs empruntés ont ensuite été cédés sur les marchés de change). Par ailleurs, par le biais des pensions, les non-résidents peuvent financer plus facilement leur portefeuille de titres en francs sans courir de risque de change.

1.1.2.3. La progression des dépôts et crédits en devises des banques résidentes a été plus modérée.

Le tableau suivant reprend les montants en devises aussi bien avec des contreparties non résidentes que résidentes.

CRÉANCES ET ENGAGEMENTS PAR DEVISE DES BANQUES RÉSIDENTES						
<i>(encours en milliards de dollars)</i>						
	Créances			Engagements		
	Fin juin 1995	Fin décembre 1994	Variation (en pourcentage)	Fin juin 1995	Fin décembre 1994	Variation (en pourcentage)
Dollar	234,9	230,0	2,1	180,0	185,3	- 2,8
Deutschemark.....	68,1	53,7	26,	93,7	76,6	22,3
Yen.....	41,9	45,1	- 7,0	35,2	28,6	23,1
Écu	38,5	32,1	20,0	35,8	28,0	27,8
Autres devises	96,4	77,4	24,5	140,6	116,3	20,9
Total	479,8	438,3	9,5	485,3	434,8	11,6
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements- SEMEX						

Le total des engagements a crû de 11,6 % sur le semestre et celui des créances en devises augmenté de 9,5 %. Le deutschemark et l'écu ont enregistré la plus forte variation au cours de la période. Les engagements libellés en yens ont également progressé vivement, alors que les créances libellées dans cette devise diminuaient.

L'augmentation des créances en deutschemarks des banques résidentes (14,4 milliards de dollars) est essentiellement due à la variation des avoirs sur les banques établies au Royaume-Uni. La progression des engagements en deutschemarks (17,1 milliards de dollars) est la conséquence du gonflement des dépôts en provenance d'Allemagne (+ 2,2 milliards de dollars) et du Royaume-Uni (+ 11,6 milliards de dollars).

Les créances en écus ont crû de 6,4 milliards de dollars au cours du premier semestre de 1995, essentiellement sur le Royaume-Uni (+ 2,3 milliards de dollars) et vis-à-vis des résidents (+ 2,6 milliards de dollars).

Les engagements en écus ont également augmenté de 7,8 milliards de dollars, en raison du redémarrage en janvier et février du marché primaire obligataire de l'écu.

Si les engagements en yens ont encore connu une forte progression au cours du semestre (+ 6,6 milliards de dollars), le produit des émissions obligataires dans cette devise ayant donné lieu à un gonflement des dépôts, les créances ont diminué de 4 milliards de dollars, du fait des inquiétudes suscitées par la situation des banques japonaises.

2. Les marchés internationaux de titres

2.1. Le marché obligataire

Le tableau suivant résume les flux enregistrés au cours du premier semestre de 1995 et du second semestre de 1994.

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ OBLIGATAIRE INTERNATIONAL						
<i>(en milliards de dollars)</i>						
	Flux				Encours	
	Premier semestre 1995		Second semestre 1994		à fin juin	à fin juin
	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	3 ^e trimestre	4 ^e trimestre	1995	1994
Émissions brutes effectives.....	77,0	81,7	91,0	89,4	-	-
Amortissements.....	54,7	57,8	50,8	53,0	-	-
Émissions nettes effectives.....	22,3	23,9	40,2	36,4	2 232,8	1 968,3
- émissions classiques à taux fixe.....	24,4	24,8	33,2	38,2	1 729,1	1 483,6
- notes à taux variable.....	5,5	3,9	16,2	8,2	323,9	283,4
- émissions liées aux actions.....	- 7,6	- 4,9	- 9,2	- 10,0	179,9	201,2
Sources : Banque d'Angleterre – AIBD – BRI						
Réalisation : Banque de France						
Direction de la Balance des paiements – SEMEX						

Le volume des émissions nettes d'obligations internationales, qui avaient fortement progressé au cours du second semestre de 1994, a enregistré une expansion limitée au cours du premier semestre de 1995. La prudence des investisseurs liée à la crise mexicaine, la demande de fonds modérée des entreprises, le manque de possibilités d'échanges (*swaps*) dans plusieurs devises-clés et la forte concurrence d'autres sources de financement — crédits syndiqués, euro-effets — explique cette évolution qui a affecté autant les émissions classiques à taux fixe que les émissions à taux variable. En revanche, l'activité primaire du marché des obligations liées aux actions a enregistré une légère reprise, insuffisante cependant pour pallier la décreue des encours qui devrait se poursuivre en raison de l'orientation médiocre des marchés boursiers sur lesquels se concentrent ces émissions (Asie principalement). Plus de 70 % des financements nets ont été émis par les institutions financières, alors que le lancement de plusieurs gros emprunts classiques et planétaires par des débiteurs souverains a gonflé le volume des fonds levés par le secteur public.

La répartition par devise des émissions nettes effectives reflète la persistance d'une forte demande d'actifs libellés en yens. Quelques émissions de grande taille, comme l'emprunt planétaire de 550 milliards de yens (5,5 milliards de dollars) émis par l'Italie, ont contribué à faire de cette devise la plus largement utilisée au premier semestre de 1995, avec 34,6 % de nouveaux flux, contre 47,0 % au second semestre de 1994. Le désir des investisseurs japonais de réduire le risque de change tout en recherchant un rendement maximal a entraîné le placement de plusieurs montages combinant deux monnaies (remboursement du principal en yens et coupons en deutschemarks dans le cas de la Suède).

Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au premier semestre 1995

La forte progression de la part de marché du deutschemark, qui est passée de 9,5 % à 32,0 % entre les deux semestres, est liée à la vigueur de la devise allemande, conjuguée à l'intérêt grandissant des investisseurs nippons pour les actifs en deutschemarks qui se substituent progressivement à ceux libellés en dollars. La faiblesse de la devise américaine est ainsi à l'origine du recul sensible de la part des émissions nettes dans cette monnaie, qui passe de 20 % à 16 %.

RÉPARTITION PAR DEVISE DES ÉMISSIONS NETTES					
<i>(en milliards de dollars)</i>					
	3 ^e trimestre 1994	4 ^e trimestre 1994	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	Encours à fin juin 1995 (a)
Dollar des États-Unis.....	9,2	5,4	2,2	5,0	733,2
Franc français.....	0,8	3,6	3,5	- 0,5	140,9
Yen.....	22,6	13,7	4,7	11,3	398,2
Deutschemark.....	4,0	3,3	5,8	9,0	263,9
Livre sterling.....	2,0	0,4	- 0,6	-	158,3
Franc suisse.....	- 2,0	0,3	- 1,5	- 0,8	174,8
Écu.....	- 2,5	- 2,1	- 1,2	- 4,1	87,6
Sous-total.....	34,1	24,6	12,9	19,9	1 956,9
Autres devises.....	6,1	11,8	9,4	4,0	275,9
Total.....	40,2	36,4	22,3	23,9	2 232,8
(a) Pour mémoire					
Sources : Banque d'Angleterre – AIBD – BRI					
Réalisation : Banque de France					
Direction de la Balance des paiements – SEMEX					

2.2. Le marché des « euro-effets »

Le marché des euro-effets a continué de se développer rapidement. Néanmoins, c'est surtout le compartiment des euro-effets à moyen terme qui a été le plus dynamique, les effets à court terme et l'euro-papier commercial progressant plus lentement.

L'instabilité du marché euro-obligataire explique l'attrait des euro-effets à moyen terme, qui permettent d'adapter plus rapidement les caractéristiques des emprunts aux conditions changeantes du marché. En conséquence, le volume des financements nets sous cette forme a dépassé celui des obligations.

La faiblesse du dollar au premier trimestre a conduit la plupart des émetteurs à choisir d'autres monnaies que la devise américaine qui a représenté seulement 21 % des tirages. La forte demande d'actifs en yens s'est maintenue, attestée par l'ampleur des financements dans cette monnaie.

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DES EURO-EFFETS*(en milliards de dollars)*

	Flux				Encours	
	Second semestre 1994		Premier semestre 1995		à fin juin	à fin juin
	3 ^e trimestre	4 ^e trimestre	1 ^{er} trimestre	2 ^e trimestre	1994	1995
Facilités annoncées	47,9	59,7	54,9	68,1		
Court terme.....	14,8	8,3	7,5	6,2		
Moyen terme.....	33,1	51,4	47,4	61,9		
Tirages nets	42,7	28,2	36,0	52,6	331,2	517,0
Dollar.....	7,6	4,6	4,1	15,0	173,9	205,6
Yen.....	24,1	11,5	12,3	19,8	54,3	137,9
Autres.....	11,0	12,0	19,7	17,8	103,0	173,6

Sources : BRI – Banque d'Angleterre – Euroclear

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN SEPTEMBRE 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 167,5 milliards de francs à fin septembre 1995*, en diminution de 2,2 % par rapport au trimestre précédent et sans changement par rapport à l'année précédente. *La tendance à une légère contraction du nombre des PEA se poursuivait (- 1 % environ par trimestre). Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 62 200 francs à fin septembre, en diminution de 1,1 % par rapport à fin juin 1995 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 140 000 francs. Les PEA les plus importants restaient concentrés dans les banques d'affaires¹ et les sociétés de bourse. Ils atteignaient en moyenne 314 000 francs à fin septembre, contre 78 000 francs chez les trois grandes banques et 50 000 francs chez les « autres établissements ».*

Le nombre de PEA en fonctionnement (2,69 millions) a diminué de plus de 90 000 depuis le début de l'année 1995 et de 160 000 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 cours du trimestre sous revue. La présente étude fait apparaître que la diminution des capitaux placés est due principalement à celle des encours d'obligations du grand emprunt d'État de juin 1993, alors même que l'évolution des indices boursiers a été beaucoup plus défavorable

¹ Le concept de « 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.

pour les actions que pour les obligations au cours du troisième trimestre 1995 (- 3,3 %, contre + 0,9 %). Les opérations d'arbitrage que les ménages ont pu opérer afin d'acquérir des actions d'Usinor Sacilor à l'occasion de la privatisation de cette société en juillet 1995 expliquent sans doute en partie ce phénomène.

MONIQUE CHOCHRON

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 dépositaires¹. Les données présentées permettent d'appréhender l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du troisième 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.

1. Résultats globaux

1.1. Montant et évolution des titres placés sous dossier PEA d'après l'enquête

COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES					
	En millions de francs		Variation en pourcentage	Structure en pourcentage	
	Juin 1995	Septembre 1995	Septembre 1995/ Juin 1995	Juin 1995	Septembre 1995
Actions	61 877	60 498	- 2,2	36,1	36,1
Obligations émises par l'État	41 892	39 604	- 5,5	24,5	23,6
OPCVM « actions »	67 587	67 427	- 0,2	39,4	40,3
TOTAL	171 356	167 529	- 2,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	2 722 640	2 691 828	- 1,1		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 27 décembre 1995		

¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, les caisses d'épargne et La Poste

En septembre 1995, par rapport à juin, la valeur des titres placés sous dossier PEA a diminué de 2,2 % et s'établit dans les établissements couverts par l'enquête à 167,5 milliards de francs (contre 171,4 milliards à fin juin) auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 6,2 milliards¹.

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et d'OPCVM « actions » ont progressé globalement de 1,8 %, contre +0,2 % au trimestre précédent, alors que les encours d'obligations diminuaient de 6,4 % en raison notamment, selon toute vraisemblance, des arbitrages effectués au profit des actions, lors de la privatisation d'Usinor Sacilor (qui a porté sur 4,1 milliards de francs au total).

Le nombre de PEA (environ 2,69 millions) a de nouveau diminué au deuxième trimestre 1995 pour retrouver un niveau proche de celui de décembre 1993.

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 »)³, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : juin 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 deuxième trimestre de 1995). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions » à fin septembre 1995 l'emporte, comme précédemment, sur celle des autres titres (40,3 %, contre 36,1 % pour les actions détenues en direct et 23,6 % pour les obligations).

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN JUIN 1995		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	344 300	34,8
Obligations	521 474	52,8
Titres d'OPCVM « actions »	122 206	12,4
TOTAL	987 980	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 27 décembre 1995		

¹ 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 septembre, qui s'élève à 172,7 milliards de francs.

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : - 3,3 % au troisième trimestre 1995 ;
indice Crédit Lyonnais des emprunts d'État : + 0,9 %

³ Selon la nouvelle classification de la Commission des opérations de bourse (COB), entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1994

1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA pour chaque catégorie de titres et dans le total des portefeuilles

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Juin 1995	Septembre 1995
Actions	18,0	17,6
Obligations	8,0	7,6
Titres d'OPCVM « actions »	55,3	55,2
TOTAL	17,3	17,0
Total des portefeuilles (a)	8,8	8,6

(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 27 décembre 1995

À la fin du troisième trimestre 1995, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 8,6 % des portefeuilles-titres à fin juin 1995¹.

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 38 points à fin septembre 1995).

1.4. Composition du compte-titres moyen et du PEA moyen

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
		Juin 1995	Septembre 1995
Actions françaises.....	24 756	22 727	22 475
Obligations françaises	37 495	15 387	14 713
Titres d'OPCVM « actions »	8 787	24 824	25 049
Autres titres (a)	69 126	-	-
TOTAL	140 164	62 937	62 236

(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM

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

Mise à jour le 27 décembre 1995

Au 30 juin 1995, on dénombrait 14 211 940 comptes-titres (dernier chiffre connu) et, au 30 septembre 1995, on comptait 2 691 828 PEA, soit 18,9 % du total.

Selon l'enquête, 30 800 PEA ont disparu au cours du troisième trimestre 1995, contre 28 700 au trimestre précédent. Au total, le nombre des PEA en fonctionnement s'est réduit de plus de 160 000 depuis le début de la baisse du nombre de PEA, au mois de juin 1994.

¹ Derniers chiffres connus

La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1995

Le montant moyen du PEA s'élevait à 62 200 francs à fin septembre 1995 (- 1,1 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 30 juin 1995 environ 140 000 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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Juin 1995	Septembre 1995	Juin 1995	Septembre 1995
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions	6 760	6 739	61,7	62,6
Obligations émises par l'État	2 265	2 050	20,6	19,0
OPCVM « actions »	1 937	1 982	17,7	18,4
TOTAL	10 962	10 771	100,0	100,0
Nombre de PEA	34 160	34 314		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions	22 964	21 583	34,8	33,4
Obligations émises par l'État	16 072	15 167	24,4	23,5
OPCVM « actions »	26 886	27 817	40,8	43,1
TOTAL	65 922	64 567	100,0	100,0
Nombre de PEA	841 064	828 293		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions	32 153	32 176	34,1	34,9
Obligations émises par l'État	23 555	22 387	24,9	24,3
OPCVM « actions »	38 764	37 628	41,0	40,8
TOTAL	94 472	92 191	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	1 847 416	1 829 221		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 27 décembre 1995	

La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1995

Le tableau ci-dessus montre que la structure des PEA a peu varié d'un trimestre à l'autre chez les trois groupes d'établissements. On notera cependant que la part des actions dans le PEA a diminué de 1,4 point au profit de celle des OPCVM actions chez les trois grandes banques.

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 ¹, les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert au 30 juin 1995 plus de PEA que les autres réseaux.

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS	
<i>(en pourcentage)</i>	
	Septembre 1995/Juin 1995
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	- 0,3
Obligations émises par l'État	- 9,5
OPCVM « actions »	2,3
TOTAL	- 1,7
Nombre de PEA	0,5
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	- 6,0
Obligations émises par l'État	- 5,6
OPCVM « actions »	3,5
TOTAL	- 2,1
Nombre de PEA	- 1,5
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	0,1
Obligations émises par l'État	- 5,0
OPCVM « actions »	- 2,9
TOTAL	- 2,4
Nombre de PEA	- 1,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82	
Mise à jour le 27 décembre 1995	

La baisse globale du nombre de PEA (- 1,1 %) n'a concerné que les trois grandes banques (- 1,5 %) et les « autres établissements » (- 1,0 %) et s'est accompagnée d'une diminution des encours de plus forte ampleur (respectivement - 2,1 % et - 2,4 %). Les banques d'affaires et sociétés de bourse ont, en revanche, enregistré une légère progression du nombre de PEA (+ 0,5 %).

¹ L'enquête-titres du deuxième trimestre 1995 indique que les trois grandes banques gèrent 25,4 % de l'ensemble des comptes-titres.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Juin 1995	Septembre 1995
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	13,2	13,2
Obligations	15,3	13,8
Titres d'OPCVM « actions ».....	22,9	23,4
TOTAL	14,7	14,4
Total des portefeuilles (a)	7,1	7,0
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	17,5	16,5
Obligations	10,8	10,2
Titres d'OPCVM « actions ».....	62,5	64,6
TOTAL	20,4	20,0
Total des portefeuilles (a)	10,4	10,2
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	19,9	19,9
Obligations	6,6	6,3
Titres d'OPCVM « actions ».....	54,8	53,2
TOTAL	16,0	15,6
Total des portefeuilles (a)	8,1	7,9
(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 27 décembre 1995		

À fin septembre 1995, les PEA représentaient 20,0 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions » dans les trois grandes banques, 15,6 % dans les « autres établissements » et 14,4 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, chiffres pratiquement sans changement par rapport au trimestre précédent.

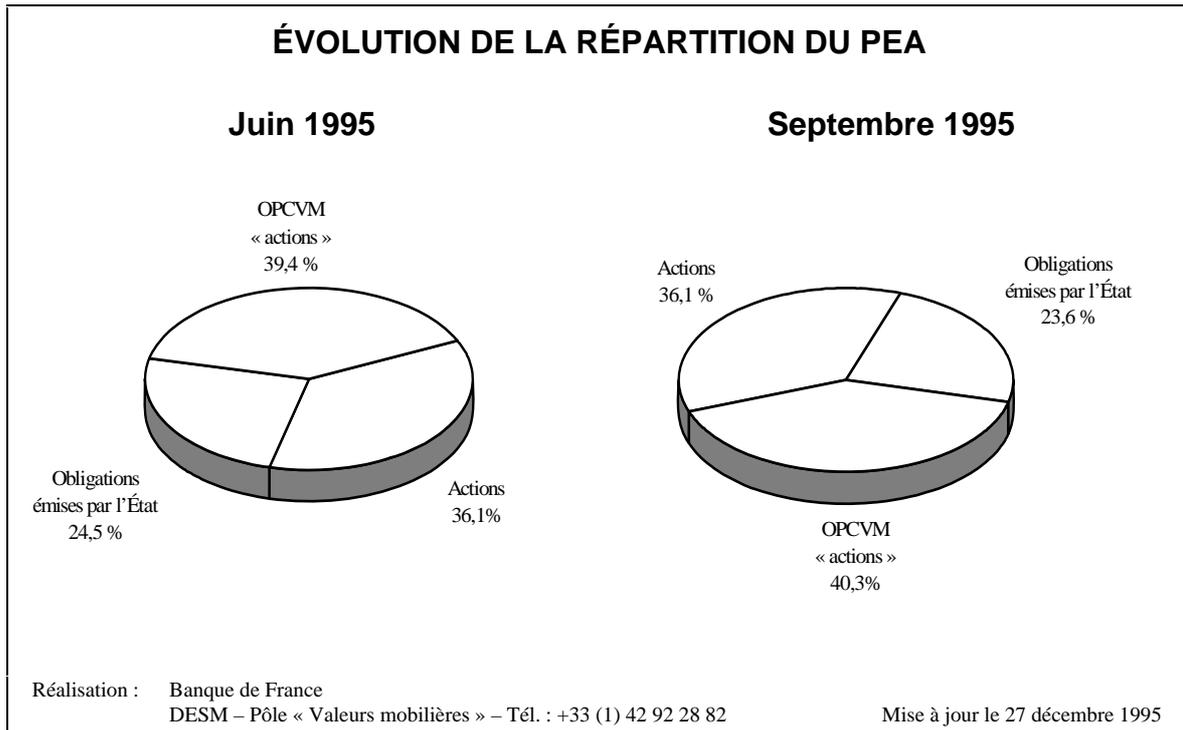
Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 10,2 % du total pour les trois grandes banques, 7,9 % pour les « autres établissements » et 7,0 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire ¹

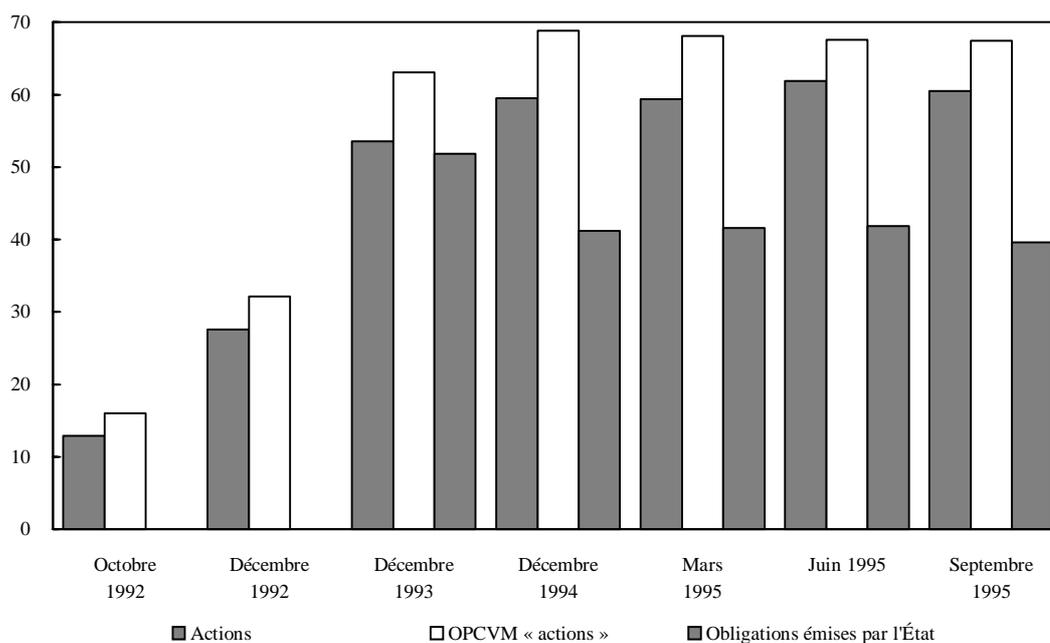
À fin septembre 1995, la valeur moyenne des PEA représentait environ 40 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 44,1 % dans les « autres établissements » et 43,6 % dans les trois grandes banques.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (62,6 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (43 % du portefeuille des trois grandes banques et 41 % du portefeuille des « autres établissements »).

¹ 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).



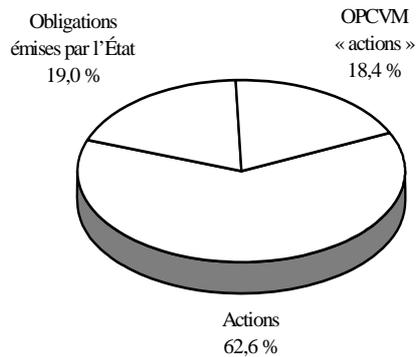
ÉVOLUTION DES COMPOSANTES DU PEA



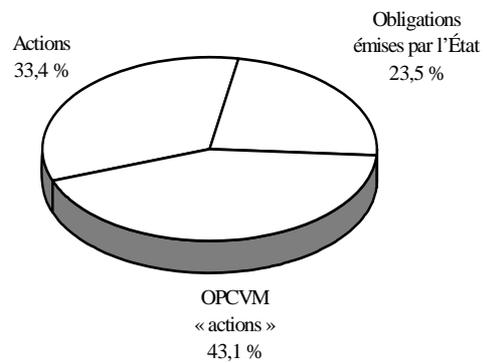
Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 27 décembre 1995

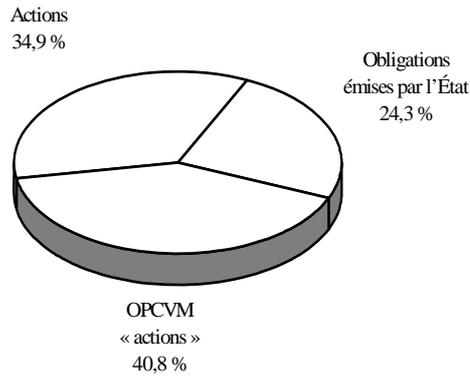
RÉPARTITION DU PEA À FIN SEPTEMBRE 1995

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 27 décembre 1995

E N Q U Ê T E S

LES TRANSACTIONS SUR VALEURS MOBILIÈRES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1995 ¹

Les résultats de l'enquête sur les transactions de valeurs mobilières au deuxième trimestre 1995 apportent un éclairage complémentaire à l'analyse des encours résultant de l'enquête sur les portefeuilles « des principaux établissements dépositaires de titres » ².

L'amélioration des cours observée sur le marché des actions semble avoir incité les porteurs d'actions à réaliser une fraction de leur portefeuille. Toutefois, ce comportement est inégalement marqué d'un secteur à l'autre.

Sur le marché obligataire, les cours sont restés orientés à la hausse, suite à la détente des taux d'intérêt de long terme constatée depuis le début de l'année 1995. Cette progression a conduit tous les secteurs détenteurs résidents à réaliser des investissements nets positifs sur ce type de valeurs.

Le désengagement en *titres d'OPCVM* s'est ralenti au deuxième trimestre par rapport aux trois premiers mois de l'année 1995. Cette évolution peut être rapprochée, pour les OPCVM monétaires, de la remontée transitoire des taux de rendement à court terme observée au deuxième trimestre 1995 et, pour les OPCVM obligataires, des

¹ Cette étude présente des informations selon une périodicité trimestrielle. Elle fait suite à quatre précédentes enquêtes publiées dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 2, n° 16, n° 20 et n° 23 et portant respectivement sur l'année 1993, les premier et second semestres de l'année 1994, le premier trimestre 1995.

² Cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 24 (décembre 1995)

perspectives de plus-values entretenues par la poursuite de la décrue des taux de long terme.

Près de 78,0 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête *ont porté sur des titres d'OPCVM français*, contre 13,7 % sur des obligations françaises et 4,7 % sur des actions françaises cotées. *Les investisseurs institutionnels* ont participé activement aux opérations dénouées sur les différents marchés en réalisant plus de 65 % des transactions sur les obligations, plus de 40 % des transactions sur les actions et plus de 35 % de celles effectuées sur les titres d'OPCVM (monétaires ou autres). *Les sociétés* sont à l'origine de plus de 50 % des mouvements sur les titres d'OPCVM monétaires et de plus de 29 % de ceux concernant les autres titres d'OPCVM. *Les ménages* ont concentré essentiellement leurs interventions sur les titres d'OPCVM monétaires avec plus de 60 % des transactions. *Les durées moyennes de détention* observées sur un an, toutes valeurs confondues, sont restées stables d'une enquête à l'autre. L'enquête du deuxième trimestre 1995 repose sur des informations fournies par une quinzaine de banques et concerne, en encours à fin juin 1995, 47 % des titres d'OPCVM, 30 % des actions et 30 % des obligations. Comme les autres enquêtes, elle porte sur les opérations de la clientèle des banques, à l'exclusion de celles que les établissements font pour leur propre compte. Après un examen des évolutions globales, trois approches, par produits (actions, obligations, titres d'OPCVM), par secteurs détenteurs (ménages, sociétés, non-résidents, « divers ») et par réseaux (banques d'affaires, banques de dépôts) seront successivement développées.

HERVÉ GRANDJEAN
NADINE FRANC

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières*

1. Approche globale

1.1. Les portefeuilles de valeurs mobilières

Les encours de valeurs mobilières recensés dans l'enquête-transactions représentaient 3 336 milliards de francs à fin mars 1995 et 3 409,7 milliards à fin juin 1995, soit environ 38 % de la capitalisation boursière aux mêmes dates. La représentativité de l'enquête a été améliorée de 3 % par rapport à la précédente enquête grâce à la prise en compte d'un nouvel informateur (une banque de dépôts). L'augmentation de l'encours observée au deuxième trimestre 1995 (+ 73,6 milliards de francs) est due en quasi-totalité à la valorisation des portefeuilles (74,4 milliards, soit 2,2 % de l'encours moyen de la période).

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
<i>(montant en millions de francs)</i>									
	Encours			Variation d'encours au deuxième trimestre 1995				Variation d'encours au premier trimestre 1995	
	Mars 1995	Juin 1995	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
VALEURS.....	3 336 028	3 409 665	2,2	- 716	0,0	74 353	2,2	- 0,9	- 0,6
Actions.....	831 448	837 106	0,7	- 7 835	- 0,9	13 493	1,6	0,2	- 0,5
Obligations.....	1 279 248	1 329 172	3,8	19 694	1,5	30 230	2,3	1,9	- 0,9
Titres d'OPCVM monétaires.....	581 075	588 258	1,2	- 7 716	- 1,3	14 899	2,5	- 7,8	0,2
Autres titres d'OPCVM.....	644 257	655 129	1,7	- 4 859	- 0,7	15 731	2,4	- 1,8	- 0,7
SECTEURS									
DÉTENTEURS.....	3 336 028	3 409 665	2,2	- 716	0,0	74 353	2,2	- 0,9	- 0,6
Ménages.....	1 201 096	1 208 741	0,6	- 22 673	- 1,9	30 318	2,5	- 1,9	- 0,8
Sociétés.....	510 848	519 110	1,6	- 1 641	- 0,3	9 903	1,9	- 3,9	- 0,4
Non-résidents.....	490 889	498 666	1,6	- 2 213	- 0,4	9 990	2,0	0,6	- 0,9
Divers.....	1 133 195	1 183 148	4,3	25 811	2,2	24 142	2,1	0,7	- 0,3
RÉSEAUX									
DÉPOSITAIRES....	3 336 028	3 409 665	2,2	- 716	0,0	74 353	2,2	- 0,9	- 0,6
Banques d'affaires.....	1 092 676	1 138 507	4,1	11 618	1,0	34 213	3,1	- 0,2	- 1,5
Banques de dépôts.....	2 243 352	2 271 158	1,2	- 12 334	- 0,5	40 140	1,8	- 1,3	- 0,1
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence. (b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période									
Réalisation : Banque de France									
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						Mise à jour le 31 décembre 1995			

1.2. Les secteurs

1.2.1. Les ménages

Le désinvestissement net des *ménages*, sur l'ensemble des valeurs mobilières recensées dans leur portefeuille, déjà constaté au premier trimestre 1995, se poursuit au deuxième trimestre 1995 (- 1,9 % de l'encours moyen). Par ailleurs, les ménages enregistrent la plus-value globale la plus importante de tous les secteurs détenteurs de valeurs mobilières (+ 2,5 % de l'encours moyen de la période).

1.2.2. Les sociétés

Les *sociétés* ont nettement ralenti leur désengagement vis-à-vis des valeurs mobilières au deuxième trimestre 1995 (- 0,3 % de l'encours moyen) par rapport au premier trimestre 1995 (- 3,9 % de l'encours moyen) tout en dégagant une plus-value globale s'élevant à 1,9 % de l'encours moyen de leur portefeuille.

1.2.3. Les non-résidents

Les portefeuilles de valeurs mobilières détenues par les *non-résidents*, après avoir accusé une légère baisse (- 0,3 %) au premier trimestre 1995, ont enregistré une augmentation (+ 1,6 %) au deuxième trimestre 1995. Cette hausse est entièrement due à la valorisation (+ 2,0 %).

1.2.4. Les « divers »¹

Les encours de valeurs mobilières des portefeuilles du secteur « *divers* » progressent le plus fortement au cours de la période considérée (+ 4,3 %). Cette hausse résulte quasiment à parts égales d'acquisitions nettes (+ 2,2 %) et de gains en capital (+ 2,1 %).

¹ Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite et OPCVM. Ces deux derniers secteurs représentent les secteurs dominants du groupe « divers ».

1.3. Les transactions

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES VOLUME DES TRANSACTIONS (a)						
<i>(montant en millions de francs)</i>						
	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions au deuxième trimestre 1995		Transactions au premier trimestre 1995
	(en montant)			(en montant)	(en pourcen- tage) (b)	(en pourcen- tage) (b)
VALEURS	864 423	858 740	6 399	1 729 562	51,3	53,3
Actions.....	46 739	54 574		101 313	12,1	11,2
Obligations.....	146 060	119 967	6 399	272 426	20,9	20,7
Titres d'OPCVM monétaires.....	593 347	601 063		1 194 410	204,3	228,1
Autres titres d'OPCVM.....	78 277	83 136		161 413	24,8	23,7
SECTEURS DÉTENTEURS	864 423	858 740	6 399	1 729 562	51,3	53,3
Ménages.....	87 887	109 452	1 108	198 447	16,5	20,3
Sociétés.....	355 384	355 579	1 446	712 409	138,3	147,3
Non-résidents.....	35 069	34 941	2 341	72 351	14,6	18,6
Divers.....	386 083	358 768	1 504	746 355	64,4	61,7
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES	864 423	858 740	6 399	1 729 562	51,3	53,3
Banques d'affaires.....	189 180	174 527	3 035	366 742	32,9	29,8
Banques de dépôts.....	675 243	684 213	3 364	1 362 820	60,4	66,3
(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements (pour les obligations)						
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.						
Réalisation : Banque de France						
DESM - Pôle « Valeurs mobilières » - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				Mise à jour le 31 décembre 1995		

Du tableau précédent, il ressort notamment que :

– les ventes ont été supérieures aux entrées pour les titres d'OPCVM. Ainsi, les ménages et les sociétés, qui possèdent un portefeuille de valeurs mobilières principalement composé de ces titres avec plus de 75 % du total de l'encours de titres d'OPCVM, apparaissent comme vendeurs nets. Par contre, les « divers » et les non-résidents, qui respectivement détiennent essentiellement des obligations et des actions dans leur portefeuille, sont en position d'acheteurs nets ;

– les plus gros volumes d'opérations ont concerné par ordre décroissant : les « divers » (43,1 %), les sociétés (41,2 %), les ménages (11,5 %) et les non-résidents (4,2 %) ;

– le taux de rotation du portefeuille des banques d'affaires est nettement moins élevé que celui observé pour les banques de dépôts.

On note également que les titres d'OPCVM monétaires ont un taux de rotation plus de quatre fois supérieur à celui de l'ensemble des valeurs. Le portefeuille des sociétés se renouvelle plus rapidement que celui des autres secteurs.

1.4. Durée moyenne de détention apparente

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Jun 1994 – Jun 1995	Mars 1994 – Mars 1995
VALEURS		
Actions.....	5 ans et 8 mois	5 ans et 10 mois
Obligations (a).....	2 ans et 8 mois	2 ans et 9 mois
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 20 jours	2 mois et 20 jours
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 5 mois	2 ans et 7 mois
SECTEURS DÉTENTEURS		
Ménages.....	2 ans et 6 mois	2 ans et 8 mois
Sociétés.....	4 mois et 22 jours	4 mois et 11 jours
Non-résidents.....	4 ans et 5 mois	4 ans et 9 mois
Divers.....	9 mois et 18 jours	9 mois et 26 jours
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES		
Banques d'affaires.....	2 ans et 3 mois	2 ans et 4 mois
Banques de dépôts.....	9 mois et 11 jours	9 mois et 11 jours
(a) La durée de détention des obligations est à interpréter avec prudence dans la mesure où certaines opérations ne sont pas recensées dans le cadre de l'enquête (cf.2.2.4.).		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 31 décembre 1995		

Les durées de détention moyennes apparentes sont calculées à partir de l'inverse du taux de rotation des encours. Cet indicateur est très sensible à une faible variation des transactions, il est surtout significatif sur des longues périodes. Les résultats obtenus s'avèrent très contrastés selon les valeurs, allant de 2 mois et 20 jours pour les titres d'OPCVM monétaires à 5 ans et 8 mois pour les actions.

Au niveau sectoriel, on observe que les portefeuilles, toutes valeurs confondues, sont conservés relativement peu de temps. La durée de détention moyenne des non-résidents apparaît la plus élevée (4 ans et 5 mois). À l'inverse, les sociétés sont, parmi les détenteurs analysés, ceux qui conservent le moins longtemps leurs titres (environ 5 mois).

2. Approche par produits

2.1. Les actions

2.1.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes recensés dans l'enquête représentaient environ 29 % du total des transactions boursières sur les actions françaises cotées au deuxième trimestre 1995.

Les encours cohérents avec ces flux atteignaient à fin juin 30 % de la capitalisation boursière des actions françaises cotées et 50 % des encours de l'enquête trimestrielle sur les portefeuilles « des principaux établissements dépositaires de titres » (enquête en stocks), à la même échéance. Toutefois, les banques d'affaires sont mieux représentées dans l'enquête en flux, couvrant 64 % des encours de l'enquête en stocks, contre 40 % seulement pour les autres établissements ¹ (cf. annexe).

2.1.2. Résultats globaux

ACTIONS									
ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
<i>(en millions de francs)</i>									
	Encours			Variation d'encours au deuxième trimestre 1995				Variation d'encours au premier trimestre 1995	
	Mars 1995	Juin 1995	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
ACTIONS	831 448	837 106	0,7	- 7 835	- 0,9	13 493	1,6	0,2	- 0,5
Françaises cotées	724 293	730 177	0,8	- 7 789	- 1,1	13 673	1,9	0,3	0
Étrangères.....	107 155	106 929	- 0,2	- 46	0	- 180	- 0,2	- 0,4	- 3,7
SECTEURS									
DÉTENTEURS	831 448	837 106	0,7	- 7 835	- 0,9	13 493	1,6	0,2	- 0,5
Ménages	199 446	203 169	1,8	- 2 259	- 1,1	5 982	3,0	- 0,2	- 1,0
Sociétés.....	131 852	131 794	0,0	- 936	- 0,7	878	0,7	0,6	- 1,5
Non-résidents.....	313 998	314 986	0,3	- 2 041	- 0,6	3 029	1,0	0,3	1,2
Divers	186 152	187 157	0,5	- 2 599	- 1,4	3 604	1,9	0,1	- 2,2
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence. (b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période									
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82									
								Mise à jour le 31 décembre 1995	

¹ Comprenant, outre les banques de dépôts, La Poste, les caisses d'épargne, la Caisse des dépôts et consignations et le Trésor public, dans l'enquête trimestrielle en stocks

Au deuxième trimestre 1995, les portefeuilles d'actions françaises cotées augmentent de 0,8 %, alors que la capitalisation boursière enregistrait une hausse de 1,5 %. Après la dégradation observée sur les marchés au premier trimestre 1995 (-2,2 % pour l'indice INSEE), le deuxième trimestre 1995 se caractérise par une augmentation des cours (+1,4 %) en raison notamment de la détente des taux d'intérêt à court terme, conjuguée à la forte baisse des taux longs observée depuis le début de l'année 1995.

La variation des encours des actions françaises cotées (+0,8 %) est due essentiellement à la valorisation positive relevée sur cette catégorie de titres (+1,9 %). À l'inverse, la variation des encours d'actions étrangères (-0,2 %) s'explique essentiellement par des moins-values.

Les flux nets pour l'ensemble des valeurs ont représenté -0,9 % de l'encours moyen de la période ; la situation est peu différente d'un secteur à l'autre, tous les secteurs étant en position de vendeur net.

L'amélioration des résultats liée aux variations positives des cours a été plus sensible au deuxième trimestre 1995 pour les « divers », les ménages et les sociétés, qui ont constaté une hausse de la valorisation de leur portefeuille d'actions après le net recul accusé au premier trimestre 1995. À l'opposé, les non-résidents enregistrent une baisse de leurs résultats par rapport à l'enquête précédente ; toutefois la valorisation constatée demeure positive.

2.1.3. Les transactions

ACTIONS					
VOLUME DES TRANSACTIONS (a)					
<i>(montant en millions de francs)</i>					
	Entrées	Ventes	Transactions au deuxième trimestre 1995		Transactions au premier trimestre 1995
	(en montant)		(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en pourcentage) (b)
ACTIONS	46 739	54 574	101 313	12,1	11,2
Françaises cotées	36 719	44 508	81 227	11,2	10,9
Étrangères	10 020	10 066	20 086	18,8	13,7
SECTEURS					
DÉTENTEURS	46 739	54 574	101 313	12,1	11,2
Ménages	7 842	10 101	17 943	8,9	8,3
Sociétés	3 557	4 493	8 050	6,1	4,5
Non-résidents	16 023	18 064	34 087	10,8	8,9
Divers	19 317	21 916	41 233	22,1	22,7
(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes					
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.					
Réalisation : Banque de France					
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				Mise à jour le 31 décembre 1995	

ACTIONS		
STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS (a)		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Deuxième trimestre 1995	Premier trimestre 1995
ACTIONS	100,0	100,0
Françaises cotées.....	81,6	85,3
Étrangères.....	18,4	14,7
SECTEURS DÉTENTEURS	100,0	100,0
Ménages.....	18,5	16,8
Sociétés.....	8,2	6,3
Non-résidents.....	33,1	31,1
Divers.....	40,2	45,8
(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 31 décembre 1995

On observe dans les tableaux ci-dessus que les « divers » et les non-résidents réalisent plus de 70 % des transactions sur les actions françaises cotées et les actions étrangères au deuxième trimestre 1995. Par ailleurs, les ménages et les sociétés accroissent sensiblement leur activité sur les marchés des actions au cours de la période sous revue.

Le taux de rotation des portefeuilles des ménages reste plus élevé que celui des sociétés (8,9 %, contre 6,1 %).

2.1.4. Durée moyenne de détention apparente

ACTIONS		
DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Juin 1994 – Juin 1995	Mars 1994 – Mars 1995
ACTIONS	5 ans et 8 mois	5 ans et 10 mois
Françaises cotées	5 ans et 10 mois	6 ans
Étrangères	5 ans	4 ans et 11 mois
SECTEURS DÉTENTEURS		
MÉNAGES	4 ans et 11 mois	4 ans et 4 mois
Françaises cotées	4 ans et 9 mois	4 ans et 2 mois
Étrangères	5 ans et 7 mois	5 ans et 1 mois
SOCIÉTÉS	11 ans et 7 mois	9 ans et 10 mois
Françaises cotées	9 ans et 4 mois	8 ans et 4 mois
Étrangères	25 ans et 9 mois	19 ans et 1 mois
NON-RÉSIDENTS	ns	ns
Françaises cotées	ns	ns
Étrangères	ns	ns
DIVERS	2 ans et 9 mois	2 ans et 8 mois
Françaises cotées	2 ans et 11 mois	2 ans et 9 mois
Étrangères	1 an et 11 mois	2 ans et 2 mois
ns : non significatif		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
		Mise à jour le 31 décembre 1995

La durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées recensée dans l'étude est de 5 ans et 10 mois, résultat relativement proche de celui qui ressort des données de la Société des bourses françaises ¹ (4 ans et 3 mois).

Cependant, on observe des disparités de comportement en fonction du type d'agent économique concerné.

– La durée de détention moyenne des actions françaises cotées par les *ménages* est de 4 ans et 9 mois, ce qui traduit une stabilité relativement limitée de l'actionnariat individuel.

– Les *sociétés*, dans une logique de participation, conservent en moyenne 9 ans et 4 mois les actions qu'elles détiennent.

– La durée de détention des *non-résidents* n'est pas pour le moment significative en raison d'un biais statistique en cours d'analyse.

– Enfin, la durée de détention des actions françaises cotées par les « *divers* » (clientèle d'investisseurs institutionnels) de 2 ans et 11 mois, est plus courte que celle des autres secteurs.

¹ Source : Société des bourses françaises : capitalisation boursière moyenne rapportée au niveau des transactions en bourse sur la période de référence

2.2. Les obligations

2.2.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes appréhendés dans l'enquête représentent environ 16 % du total des transactions boursières sur obligations françaises au deuxième trimestre 1995.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent 30 % de la capitalisation boursière des obligations françaises et 35 % des encours analysés dans l'enquête trimestrielle en stocks à la même échéance. Cependant, comme pour les actions, l'enquête en flux représente mieux la clientèle des banques d'affaires que celle des banques de dépôts (respectivement 41 % et 33 % en termes d'encours).

2.2.2. Résultats globaux

OBLIGATIONS ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
<i>(montant en millions de francs)</i>									
	Encours			Variation d'encours au deuxième trimestre 1995				Variation d'encours au premier trimestre 1995	
	Mars 1995	Juin 1995	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valoris- ation (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
OBLIGATIONS....	1 279 248	1 329 172	3,8	19 694	1,5	30 230	2,3	1,9	- 0,9
Françaises.....	1 131 956	1 172 416	3,5	16 914	1,5	23 546	2,0	1,8	- 0,1
Étrangères.....	147 292	156 756	6,2	2 780	1,8	6 684	4,4	3,1	- 6,5
SECTEURS DÉTENTEURS.....	1 279 248	1 329 172	3,8	19 694	1,5	30 230	2,3	1,9	- 0,9
Ménages.....	292 392	298 179	2,0	1 109	0,4	4 678	1,6	2,8	- 0,6
Sociétés.....	136 321	145 137	6,3	3 070	2,2	5 746	4,1	1,7	- 2,0
Non-résidents.....	163 888	170 005	3,7	- 202	- 0,1	6 319	3,8	1,5	- 4,8
Divers.....	686 647	715 851	4,2	15 717	2,2	13 487	1,9	1,8	0,1
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence. (b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période									
Réalisation : Banque de France									
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						Mise à jour le 31 décembre 1995			

Au deuxième trimestre 1995, l'évolution globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête est du même ordre que celle de la capitalisation boursière (respectivement + 3,5 % et + 2,5 %). De même, les résultats de l'enquête retracent la hausse du cours des obligations (+ 2,0 %) conformément aux performances observées sur le marché obligataire (variation de l'indice du Crédit Lyonnais : + 2,1 %). Les encours d'obligations étrangères, détenus principalement par les non-résidents et les « divers », augmentent sensiblement (+ 6,2 %), l'évolution positive des cours (+ 4,4 %) s'étant conjuguée à des investissements nets (+ 1,8 %).

Au niveau sectoriel, il est intéressant de souligner que, dans un contexte boursier orienté à la hausse, seuls les secteurs « divers » et sociétés ont renforcé leur position obligataire alors que les ménages et les non-résidents ont adopté une attitude attentiste, les acquisitions compensant plus ou moins les cessions

Les transactions sur valeurs mobilières au deuxième trimestre 1995

d'obligations. Par ailleurs, la variation des encours, positive pour chaque secteur, dépend dans une large mesure de l'importance de l'effet valorisation.

2.2.3. Les transactions

OBLIGATIONS VOLUMES DES TRANSACTIONS (a)

(montant en millions de francs)

	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions au deuxième trimestre 1995		Transactions au premier trimestre 1995
	(en montant)			(en montant)	(en pourcen- tage) (b)	(en pourcentage) (b)
OBLIGATIONS	146 060	119 967	6 399	272 426	20,9	20,7
Françaises.....	127 167	105 377	4 876	237 420	20,6	21,1
Étrangères.....	18 893	14 590	1 523	35 006	23,0	18,4
SECTEURS DÉTENTEURS	146 060	119 967	6 399	272 426	20,9	20,7
Ménages.....	7 025	4 808	1 108	12 941	4,4	7,0
Sociétés.....	28 867	24 351	1 446	54 664	38,8	21,9
Non-résidents.....	12 920	10 781	2 341	26 042	15,6	31,8
Divers.....	97 248	80 027	1 504	178 779	25,5	22,3

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements

(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 décembre 1995

OBLIGATIONS STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)

(en pourcentage)

	Deuxième trimestre 1995	Premier trimestre 1995
OBLIGATIONS	100,0	100,0
Françaises.....	87,2	88,7
Étrangères.....	12,8	11,3
SECTEURS DÉTENTEURS	100,0	100,0
Ménages.....	4,8	6,4
Sociétés.....	20,1	18,1
Non-résidents.....	9,6	13,6
Divers.....	65,5	61,9

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 décembre 1995

Des tableaux ci-dessus, il ressort notamment qu'au deuxième trimestre 1995 :

- les « *divers* » réalisent plus de 65 % des flux de transactions sur obligations françaises et étrangères, ils restent le secteur le plus actif du marché obligataire ; les *sociétés* arrivent en deuxième position avec 20,1 % des transactions ;
- les *ménages* demeurent peu actifs sur le marché des obligations avec seulement 4,8 % des transactions pour des encours représentant plus de 22 % du total ;
- le taux de rotation des portefeuilles d'obligations des « *divers* » et celui des *sociétés*, secteurs les plus dynamiques du compartiment obligataire, sont trois fois plus élevés que ceux observés pour les *ménages*.

2.2.4. Durée moyenne de détention apparente des ménages

OBLIGATIONS		
DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Juin 1994 – Juin 1995	Mars 1994 – Mars 1995
ENSEMBLE.....	7 ans et 10 mois	8 ans et 4 mois
Françaises.....	8 ans et 1 mois	8 ans et 7 mois
Étrangères.....	4 ans et 11 mois	5 ans
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 31 décembre 1995		

Le montant peu élevé des transactions sur obligations françaises recensé actuellement dans le cadre de cette enquête s'explique en partie par le fait que certaines opérations, notamment celles effectuées de gré à gré et celles inhérentes aux cessions temporaires de titres, sont très imparfaitement couvertes par cette statistique.

Pour ces raisons, le calcul de la durée de détention des obligations a été suspendu pour les secteurs autres que les ménages, ces derniers ne réalisant vraisemblablement pas ce type d'opérations.

2.3. Les titres d'OPCVM

2.3.1. Représentativité de l'étude

Au deuxième trimestre 1995, les transactions sur titres d'OPCVM français recensées dans l'étude représentent plus de 41 % du total de celles appréhendées par la Commission des opérations de bourse ; cette représentativité est de 40 % pour les titres d'OPCVM monétaires.

Les encours cohérents avec les flux de titres d'OPCVM français recensés dans cette enquête représentent 47 % de l'actif net total des OPCVM, 49 % pour les monétaires ¹. Par rapport aux encours analysés dans l'enquête trimestrielle à la même échéance, la couverture de l'enquête en flux atteint 60 %. Cette enquête couvre mieux la clientèle des banques d'affaires que celle des banques de dépôts (64 %, contre 59 % des encours de l'enquête trimestrielle sur les portefeuilles).

¹ Source : Commission des opérations de bourse au 30 juin 1995

2.3.2. Résultats globaux

TITRES D'OPCVM ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
<i>(montant en millions de francs)</i>									
	Encours			Variation d'encours au deuxième trimestre 1995				Variation d'encours au premier trimestre 1995	
	Mars 1995	Juin 1995	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	581 075	588 258	1,2	- 7 716	- 1,3	14 899	2,5	- 7,8	0,2
SECTEURS DÉTENTEURS									
Ménages.....	285 993	279 098	- 2,4	- 15 327	- 5,4	8 432	3,0	- 6,2	- 1,1
Sociétés.....	167 223	168 982	1,0	- 1 498	- 0,9	3 257	1,9	- 12,6	1,7
Non-résidents.....	4 791	4 867	1,6	- 154	- 3,2	230	4,8	- 5,4	- 7,8
Divers.....	123 068	135 311	9,5	9 263	7,2	2 980	2,3	- 5,4	1,7
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	644 257	655 129	1,7	- 4 859	- 0,7	15 731	2,4	- 1,8	- 0,7
Français.....	614 362	624 897	1,7	- 3 626	- 0,6	14 161	2,3	- 1,6	- 0,6
Étrangers.....	29 895	30 232	1,1	- 1 233	- 4,1	1 570	5,2	- 4,9	- 2,5
SECTEURS DÉTENTEURS.....	644 257	655 129	1,7	- 4 859	- 0,7	15 731	2,4	- 1,8	- 0,7
Ménages.....	423 265	428 295	1,2	- 6 196	- 1,5	11 226	2,6	- 2,4	- 0,6
Sociétés.....	75 452	73 197	- 3,0	- 2 277	- 3,1	22	0,0	- 2,9	- 0,3
Non-résidents.....	8 212	8 808	7,0	184	2,2	412	4,8	- 4,1	0
Divers.....	137 328	144 829	5,3	3 430	2,4	4 071	2,9	1,0	- 1,1
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.									
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période									
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82									
Mise à jour le 31 décembre 1995									

Les portefeuilles en titres d'OPCVM recensés dans l'enquête et l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse ont augmenté respectivement de 1,5 % et de 2,1 % au cours du deuxième trimestre de l'année 1995.

S'agissant des seuls titres d'OPCVM monétaires, les évolutions correspondantes sont respectivement de +1,2 % dans l'enquête et +1,9 % selon les données de la Commission des opérations de bourse.

Le tableau précédent met en évidence :

– pour les titres d’OPCVM monétaires, une légère progression des portefeuilles par rapport au mois de mars 1995, malgré la poursuite des désinvestissements nets (– 1,3 %) ; la hausse des encours (+ 1,2 %) est due en totalité à la valorisation (+ 2,5 %) ;

– pour les autres titres d’OPCVM, obligataires et actions pour l’essentiel, l’augmentation des encours s’élève à + 1,7 %. Elle s’explique principalement par une plus-value (+ 2,4 % de l’encours moyen de la période) compensée à hauteur de – 0,7 % de l’encours moyen par des retraits de fonds effectifs.

Les *ménages* ont poursuivi à un rythme toujours soutenu leur désengagement en titres d’OPCVM monétaires, l’excédent des rachats sur les souscriptions ayant atteint 5,4 % de l’encours moyen. Les autres titres d’OPCVM, composante la plus importante des titres d’OPCVM détenus par les ménages, ont augmenté de 1,2 % suite à la hausse des cours (+ 2,6 % de l’encours moyen) et à des ventes nettes (– 1,5 %).

Les *sociétés* ont ralenti sensiblement leur désinvestissement en titres d’OPCVM monétaires (– 0,9 % de l’encours moyen de la période) par rapport au trimestre précédent, la valorisation (+ 1,9 %) permettant aux encours de progresser de 1 %. À l’inverse, les cessions nettes sur les autres titres d’OPCVM se sont poursuivies au même rythme qu’en début d’année (– 3,1 % de l’encours moyen de la période) et se sont répercutées à due concurrence sur les encours, en l’absence d’effet de valorisation.

Les titres d’OPCVM ne représentent qu’une faible part du portefeuille des *non-résidents* (environ 2,7 %). Si la hausse de l’encours global de titres d’OPCVM détenus par ce secteur au deuxième trimestre de l’année 1995 peut apparaître vraisemblable (+ 5,0 %), le partage entre flux et valorisation est à interpréter avec prudence, compte tenu de la mobilité de cette catégorie de clientèle.

Le portefeuille de titres d’OPCVM des « *divers* », secteur dans lequel les compagnies d’assurance occupent une place prépondérante, enregistre une forte augmentation (+ 7,6 %). La variation des encours de titres d’OPCVM monétaires (+ 9,5 %) est due principalement à l’excédent des rachats sur les souscriptions (les flux nets équivalent à + 7,2 % de l’encours moyen), alors que celle des autres titres d’OPCVM (+ 5,3 %) s’explique à la fois par des investissements nets (+ 2,4 %) et par la valorisation positive (+ 2,9 %).

2.3.3. Les transactions

TITRES D'OPCVM VOLUME DES TRANSACTIONS (a)					
<i>(montant en millions de francs)</i>					
	Souscriptions	Rachats	Transactions au deuxième trimestre 1995		Transactions au premier trimestre 1995
	(en montant)		(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en pourcentage) (b)
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES	593 347	601 063	1 194 410	204,3	228,1
SECTEURS DÉTENTEURS					
Ménages.....	53 689	69 016	122 705	43,4	49,8
Sociétés.....	300 096	301 594	601 690	357,9	419,9
Non-résidents.....	5 246	5 400	10 646	220,5	226,6
Divers	234 316	225 053	459 369	355,6	399,5
AUTRES TITRES D'OPCVM	78 277	83 136	161 413	24,8	23,7
Français	75 889	79 515	155 404	25,1	23,8
Étrangers.....	2 388	3 621	6 009	20,0	22,2
SECTEURS DÉTENTEURS	78 277	83 136	161 413	24,8	23,7
Ménages.....	19 331	25 527	44 858	10,5	13,9
Sociétés.....	22 864	25 141	48 005	64,6	49,5
Non-résidents.....	880	696	1 576	18,5	11,7
Divers	35 202	31 772	66 974	47,5	37,4
(a) Transactions : souscriptions + rachats					
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.					
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 31 décembre 1995					

TITRES D'OPCVM STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS (a)		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Deuxième trimestre 1995	Premier trimestre 1995
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	100,0	100,0
SECTEURS DÉTENTEURS		
Ménages	10,3	11,0
Sociétés.....	50,4	51,6
Non-résidents.....	0,9	0,8
Divers	38,4	36,6
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	100,0	100,0
Français	96,3	95,8
Étrangers.....	3,7	4,2
SECTEURS DÉTENTEURS.....	100,0	100,0
Ménages	27,8	37,5
Sociétés.....	29,7	27,5
Non-résidents.....	1,0	0,5
Divers	41,5	34,5
(a) Transactions : souscriptions + rachats		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 31 décembre 1995

La structure par secteurs des transactions sur titres d'OPCVM monétaires s'est peu modifiée d'un trimestre à l'autre.

Plus de 50 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires ont été réalisés par les sociétés, alors que ces dernières ne détiennent que 29 % des encours analysés dans cette étude. On observe ainsi que les sociétés continuent d'utiliser ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. Le comportement des « divers » est comparable à celui des sociétés (plus de 38 % des transactions pour 23 % des encours). À l'inverse, les ménages, avec plus de 47 % des encours, n'ont participé qu'à 10 % des transactions.

Ces différences sensibles de comportement s'observent également pour les autres titres d'OPCVM. En effet, les ménages détiennent 65 % des encours et interviennent dans seulement 28 % des transactions sur ces valeurs ; les sociétés réalisent près de 30 % des transactions en ne détenant que 11 % des encours. D'une enquête à l'autre, l'importance relative des transactions réalisées par les « divers » s'est accrue sensiblement au détriment de celles des ménages.

2.3.4. Durée moyenne de détention apparente

TITRES D'OPCVM DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Juin 1994 – Juin 1995	Mars 1994 – Mars 1995
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES	2 mois et 20 jours	2 mois et 20 jours
SECTEURS DÉTENTEURS		
Ménages.....	11 mois et 28 jours	1 an 1 mois et 3 jours
Sociétés.....	1 mois et 21 jours	1 mois et 17 jours
Non-résidents.....	2 mois et 17 jours	3 mois et 9 jours
Divers	1 mois et 25 jours	1 mois et 21 jours
AUTRES TITRES D'OPCVM	2 ans 5 mois	2 ans 7 mois
Français	2 ans 5 mois	2 ans 7 mois
Étrangers.....	2 ans et 1 mois	2 ans et 15 jours
SECTEURS DÉTENTEURS		
MÉNAGES	3 ans et 8 mois	4 ans et 15 jours
Français	3 ans et 9 mois	4 ans et 3 mois
Étrangers.....	2 ans et 8 mois	2 ans et 9 mois
SOCIÉTÉS	1 an et 6 mois	1 an et 2 mois
Français	1 an et 6 mois	1 an et 2 mois
Étrangers.....	1 an et 2 mois	1 an et 2 mois
NON-RÉSIDENTS	2 ans et 7 mois	1 an et 9 mois
Français	2 ans et 5 mois	1 an et 9 mois
Étrangers.....	3 ans et 6 mois	1 an et 7 mois
DIVERS	1 an et 6 mois	2 ans et 3 mois
Français	1 an et 6 mois	2 ans et 3 mois
Étrangers	1 an et 4 mois	1 an et 3 mois
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 31 décembre 1995		

Dans l'étude, les durées moyennes de détention observées sont de 2 mois et 20 jours pour les titres d'OPCVM monétaires et de 2 ans et 5 mois environ pour les autres titres d'OPCVM. On constate par ailleurs qu'il existe, comme pour les autres catégories de valeurs mobilières, de fortes disparités selon les secteurs détenteurs.

Les *ménages* conservent leurs titres d'OPCVM en moyenne 1 an pour les monétaires et 4 ans environ pour les OPCVM obligataires et autres. Ils semblent utiliser ces valeurs comme un instrument de placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement de détention des *sociétés* apparaît très différent. Le taux de rotation des titres monétaires et (dans une moindre mesure) des autres titres est très élevé puisqu'ils ne sont conservés respectivement que 1 mois et 21 jours et 1 an et 6 mois.

Les *non-résidents* conservent en moyenne 2 mois et 17 jours leurs titres d'OPCVM monétaires et 2 ans et 5 mois les autres titres d'OPCVM.

Les « *divers* » ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires puisque leur durée de conservation moyenne est de 1 mois et 25 jours. Pour les autres titres d'OPCVM, leurs résultats sont très proches de la durée moyenne calculée pour les sociétés (de l'ordre de 1 an et 6 mois).

3. Approche par secteurs

FLUX NETS ET STRUCTURES DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS								
	Ménages				Sociétés			
	Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)		Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)	
	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995
ACTIONS.....	- 2 259	- 331	9,0	7,0	- 936	772	1,2	0,8
Françaises cotées ...	- 1 742	- 103	7,9	6,1	- 1 075	894	0,9	0,7
Étrangères.....	- 517	- 228	1,1	0,9	139	- 122	0,3	0,1
OBLIGATIONS.....	1 109	5 997	6,5	7,0	3 070	1 781	7,7	3,4
Françaises.....	908	5 806	5,9	6,4	2 677	1 027	7,2	3,0
Étrangères.....	201	191	0,6	0,6	393	754	0,5	0,4
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	- 15 327	- 15 784	61,9	59,5	- 1 498	- 17 969	84,5	89,6
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	- 6 196	- 9 821	22,6	26,5	- 2 277	- 2 469	6,7	6,2
Français	- 5 130	- 8 743	21,2	25,1	- 2 100	- 2 160	6,4	5,9
Étrangers.....	- 1 066	- 1 078	1,4	1,4	- 177	- 309	0,3	0,3
TOTAL.....	- 22 673	- 19 939	100,0	100,0	- 1 641	- 17 885	100,0	100,0
	Non-résidents				Divers			
	Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)		Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)	
	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995	2 ^e trimestre 1995	1 ^{er} trimestre 1995
ACTIONS.....	- 2 041	850	47,1	30,7	- 2 599	157	5,5	6,1
Françaises cotées ...	- 1 798	859	45,4	30,4	- 3 174	136	3,5	4,6
Étrangères.....	- 243	- 9	1,7	0,3	575	21	2,0	1,5
OBLIGATIONS.....	- 202	2 470	36,0	57,8	15 717	11 537	24,0	21,9
Françaises	541	1 734	29,2	55,5	12 788	8 708	20,6	18,8
Étrangères.....	- 743	736	6,8	2,3	2 929	2 829	3,4	3,1
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	- 154	- 225	14,7	10,6	9 263	- 5 722	61,5	64,1
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	184	- 269	2,2	0,9	3 430	1 403	9,0	7,9
Français	72	- 275	1,8	0,6	3 532	1 416	8,9	7,7
Étrangers.....	112	6	0,4	0,3	- 102	- 13	0,1	0,2
TOTAL.....	- 2 213	2 826	100,0	100,0	25 811	7 375	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 décembre 1995

3.1. Les ménages

Les *ménages* ont poursuivi au deuxième trimestre 1995 l'allégement de leur portefeuille de valeurs mobilières, en se portant vendeurs nets de toutes les catégories de titres à l'exception des obligations. Les flux positifs constatés sur les obligations françaises et étrangères ne compensent pas les désinvestissements nets réalisés sur les autres valeurs.

Plus de 80,0 % des transactions effectuées par les *ménages* ont concerné des titres d'OPCVM français (61,9 % pour les titres d'OPCVM monétaires et 21,2 % pour les autres titres d'OPCVM). Par conséquent, les transactions sur les actions et les obligations demeurent peu importantes.

3.2. Les sociétés

Les *sociétés* ont continué de se désengager, mais dans des proportions sensiblement moindres qu'au premier trimestre. Cette évolution concerne pour l'essentiel leur portefeuille d'OPCVM monétaires. En effet, plus de 90 % des transactions ont concerné les titres d'OPCVM français dont près de 85 % de titres d'OPCVM monétaires.

3.3. Les non-résidents

La majorité des transactions des *non-résidents* au deuxième trimestre 1995 ont été réalisées sur les actions françaises cotées (45 %) et sur les obligations françaises (29 %). En raison principalement de flux nets négatifs enregistrés sur les actions françaises cotées, les non-résidents apparaissent globalement en tant que vendeurs nets de mars à juin 1995.

3.4. Les « divers »

Les « *divers* » ont accentué, au cours du deuxième trimestre, leurs investissements nets ; selon l'enquête-titres, ils détiennent environ 35 % des encours de valeurs mobilières et réalisent plus de 40 % des transactions. Ce secteur a été particulièrement actif sur les titres d'OPCVM français (70 % des transactions dont 61,5 % d'OPCVM monétaires).

On notera enfin que tous les secteurs résidents ont continué de concentrer sur les titres d'OPCVM monétaires l'essentiel de leurs transactions mais ont cependant développé quelque peu leurs transactions sur les titres étrangers.

4. Approche par réseaux

DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN DES DIFFÉRENTES VALEURS PAR SECTEURS ET PAR RÉSEAUX				
	Juin 1994 – Juin 1995		Mars 1994 – Mars 1995	
	Banques d'affaires	Autres banques	Banques d'affaires	Autres banques
MÉNAGES				
Actions.....	5 ans et 2 mois	4 ans et 10 mois	5 ans et 2 mois	4 ans et 3 mois
Obligations.....	3 ans et 10 mois	8 ans et 1 mois	3 ans et 8 mois	8 ans et 8 mois
Titres d'OPCVM monétaires.....	1 an et 7 mois	11 mois et 13 jours	1 an et 6 mois	1 an et 1 mois
Autres titres d'OPCVM.....	3 ans et 9 mois	3 ans et 8 mois	2 ans et 11 mois	4 ans et 2 mois
SOCIÉTÉS				
Actions.....	26 ans	6 ans et 8 mois	26 ans et 7 mois	4 ans et 11 mois
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 20 jours	1 mois et 17 jours	2 mois et 13 jours	1 mois et 14 jours
Autres titres d'OPCVM.....	1 an et 2 mois	1 an et 7 mois	1 an et 5 mois	1 an et 2 mois
NON-RÉSIDENTS				
Actions.....	ns	ns	ns	ns
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	3 mois et 9 jours	2 mois et 6 jours	2 mois et 24 jours	3 mois et 20 jours
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 2 mois	3 ans et 9 mois	1 an et 8 mois	1 an et 10 mois
DIVERS				
Actions.....	6 ans et 8 mois	1 an et 9 mois	7 ans et 1 mois	1 an et 9 mois
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 6 jours	1 mois et 21 jours	1 mois et 28 jours	1 mois et 21 jours
Autres titres d'OPCVM.....	3 ans	1 an et 2 mois	2 ans et 11 mois	2 ans
TOTAL DES SECTEURS				
Actions.....	15 ans et 6 mois	3 ans et 3 mois	15 ans et 4 mois	3 ans et 5 mois
Obligations.....	ns	ns	ns	ns
Titres d'OPCVM monétaires.....	3 mois et 9 jours	2 mois et 20 jours	3 mois et 1 jour	2 mois et 20 jours
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 6 mois	2 ans et 5 mois	2 ans et 5 mois	2 ans et 7 mois
ns : non significatif				
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
Mise à jour le 31 décembre 1995				

Les durées de détention apparentes sont sensiblement différentes pour la clientèle des banques d'affaires et pour celle des banques de dépôts.

– *Les actions*

Les *actions* détenues par les *ménages* sont conservées plus longtemps par la clientèle des banques d'affaires que par celle des banques de dépôts (5 ans et 2 mois, contre 4 ans et 10 mois). Il semble donc que les portefeuilles de moyenne ou faible importance des clients des banques de dépôts soient moins stables que les gros portefeuilles, qui sont plutôt déposés dans les banques d'affaires.

Pour les *autres secteurs*, à l'image de ce qui est observé pour les ménages, les durées de conservation sont bien supérieures dans les banques d'affaires à ce qu'elles sont dans les autres banques.

– *Les obligations*

La durée de détention moyenne des *obligations* par les *ménages* est relativement longue dans les autres banques (8 ans et 1 mois), une partie sans doute importante des titres étant gardée jusqu'à maturité. À l'inverse, les ménages, clients des banques d'affaires, conservent moins longtemps les obligations afin de tirer profit des fluctuations des cours observées sur les marchés.

– *Les titres d'OPCVM*

Si l'on compare, au sein de chacun des groupes, le comportement de la clientèle des banques d'affaires et celui de la clientèle des autres banques, on observe peu de différence dans la durée de détention des *titres d'OPCVM monétaires*. Les *ménages*, quelle que soit la catégorie de l'établissement dépositaire, conservent leurs titres monétaires un an ou plus. Pour tous les *autres secteurs*, cette durée dépasse rarement 3 mois.

Pour les *autres titres d'OPCVM*, on observe peu d'écart entre la conservation chez les banques d'affaires et chez les autres banques pour les *ménages* et les *sociétés*. Toutefois, pour les *non-résidents* et les « *divers* », les durées de détention sont sensiblement différentes d'une catégorie de banques à l'autre.

D'après les données de l'échantillon, le montant du portefeuille moyen des personnes physiques s'élevait à fin juin 1995 à 996 000 francs dans les banques d'affaires et à 110 000 francs dans les banques de dépôts. L'étude des durées de détention des portefeuilles-titres par établissement met donc simultanément en évidence les différences de comportement entre les petits porteurs et les détenteurs de portefeuilles plus importants.

**REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ENQUÊTE EN FLUX
PAR RAPPORT À L'ENQUÊTE EN STOCKS AU 30 JUIN 1995**

(en pourcentage)

	Ménages	Sociétés	Non-résidents	« Divers »	TOTAL	Banques d'affaires	Banques de dépôts
ACTIONS.....	55,7	50,4	69,6	29,9	49,1	56,4	37,4
Françaises cotées.....	55,9	45,4	70,6	30,8	50,1	63,7	40,2
Étrangères.....	54,5	65,4	38,3	26,3	43,4	51,7	35,3
OBLIGATIONS.....	54,5	67,4	41,6	27,9	35,5	42,6	32,3
Françaises.....	54,2	66,1	33,3	28,5	35,2	40,5	32,8
Étrangères.....	79,8	73,6	83,2	22,6	38,6	50,7	27,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	66,9	67,3	62,4	44,1	59,8	64,1	59,1
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	69,7	58,7	45,7	41,2	57,3	50,4	58,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	100,0	92,1	94,8	37,6	85,2	71,5	91,0
TOTAL.....	60,7	57,6	56,4	30,7	44,7	50,3	42,2

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 décembre 1995

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 434 déclarations
et portant sur la période du 2 au 14 octobre 1995)

Entre début juillet et début octobre 1995, les taux moyens des crédits aux entreprises ont légèrement fléchi. En revanche, sur un an, en dépit d'une légère baisse en fin de période, ils marquent tous des hausses.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début juillet et début octobre

1.1. Les taux moyens des crédits aux entreprises ont, dans l'ensemble, légèrement fléchi

Les baisses se sont ainsi étagées de 0,01 point pour les autres prêts à court terme à 0,08 point pour l'escompte, 0,14 point pour les découverts et 0,15 point pour les crédits à moyen et long terme.

Sur la même période, le TBB a été abaissé de 0,35 point, passant de 8,25 % à 7,90 % (la baisse de 0,10 point à 7,80 % intervenue le 19 novembre 1995 est postérieure à l'enquête).

Entre fin juillet 1995 et fin octobre 1995, le taux moyen au jour le jour a fléchi de 0,51 point tandis que le TIOP à un mois et le TIOP à trois mois ont progressé respectivement de 0,19 point et de 0,41 point.

1.2. S'agissant des évolutions du coût des crédits selon la nature des concours et les tranches de montant, les réductions de taux ont été relativement sensibles pour toutes les catégories

Cependant, les baisses ont surtout bénéficié aux crédits inférieurs ou égaux à 500 000 francs, atteignant 0,60 point pour l'escompte d'un montant inférieur ou égal à 100 000 francs.

Pour les montants supérieurs, les prêts aux entreprises marquent des baisses plus modérées, comprises entre 0,01 point pour les découverts d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs et 0,35 point pour les découverts d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs.

2. Sur un an, soit entre octobre 1994 et octobre 1995

*En dépit d'une légère baisse en fin de période,
les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des hausses*

Les hausses ont été comprises entre 0,28 point pour les prêts à moyen et long terme et 1,22 point pour les autres crédits à court terme.

L'examen par montant fait ressortir une évolution différenciée selon les natures des prêts observés. En effet, les taux de l'escompte se sont tous légèrement accrus (de 0,04 point pour les montants inférieurs à 100 000 francs à 1,07 point pour les montants supérieurs à 10 000 000 de francs). Les découverts, les crédits à moyen et long terme ainsi que les autres prêts à court terme connaissent, quant à eux, des variations comprises entre -0,21 point (pour les autres prêts à court terme d'un montant compris entre 300 000 francs et 500 000 francs) à +1,46 point pour les découverts compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs.

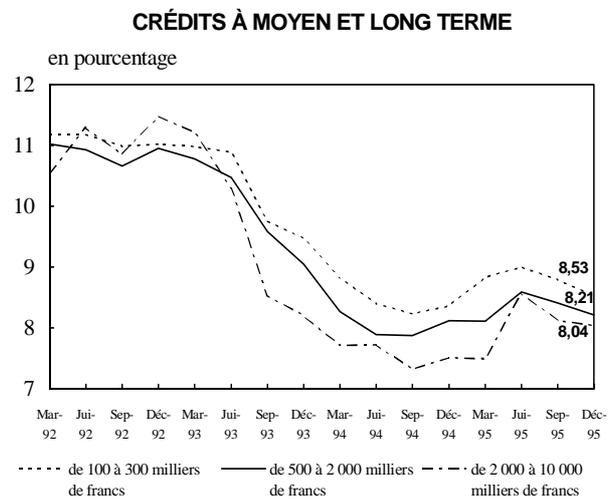
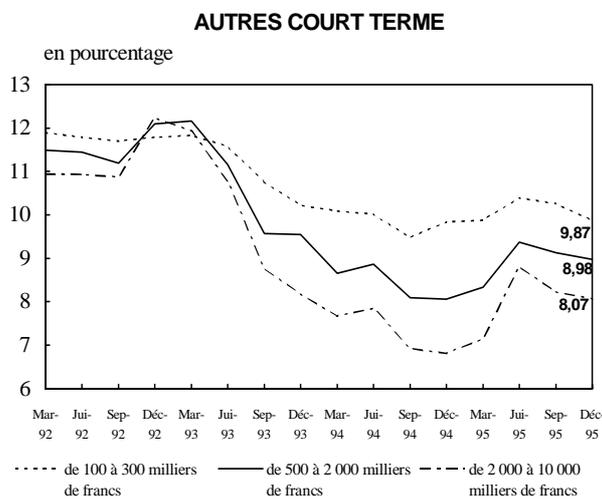
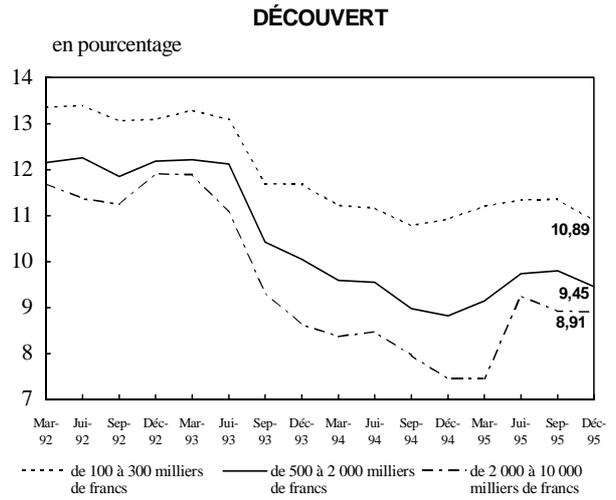
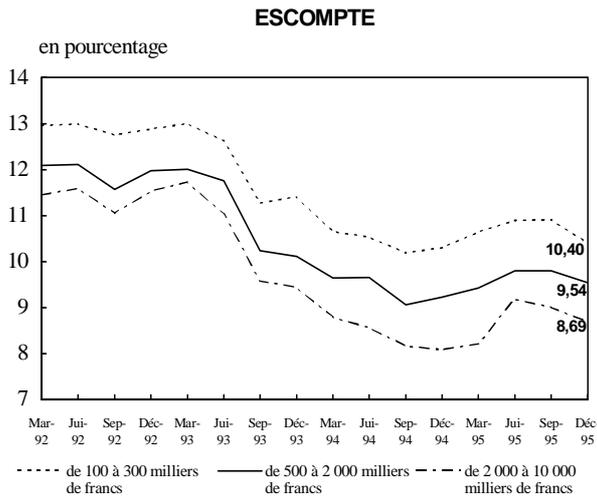
Sur la même période, le TBB a diminué de 0,05 point, passant de 7,95 % début octobre 1994 à 7,90 % début octobre 1995.

Entre fin octobre 1994 et fin octobre 1995, le taux moyen au jour le jour a progressé de 0,97 point, le TIOP à un mois de 1,39 point et celui à trois mois de 1,22 point.

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 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	11,13	10,40	10,00	9,54	8,69	7,99	8,90
Taux minimum.....	7,32	7,47	7,25	7,07	6,97	6,32	
maximum.....	16,07	15,35	15,90	16,05	11,50	9,15	
DÉCOUVERT							
moyen.....	12,43	10,89	10,21	9,45	8,91	7,52	8,68
Taux minimum.....	7,50	7,50	7,76	6,72	6,56	7,07	
maximum.....	16,43	16,20	13,65	14,70	15,90	8,61	
AUTRES COURT TERME							
moyen.....	9,76	9,87	9,33	8,98	8,07	7,49	7,71
Taux minimum.....	7,40	7,25	7,21	7,03	7,00	6,97	
maximum.....	15,15	15,60	12,28	11,15	11,10	8,10	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	8,59	8,53	8,40	8,21	8,04	(a)	8,22
Taux minimum.....	7,15	7,50	7,15	6,85	7,40	(a)	
maximum.....	11,80	11,95	10,30	11,54	9,29	(a)	

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

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES



BULLETIN OFFICIEL

BULLETIN OFFICIEL

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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Lettre du gouverneur de la Banque de France, au président de l'Association française des établissements de crédit, relative aux actions de la Banque de France sur le marché monétaire

– en date du 14 décembre 1995

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte des instructions n° 1-95 et n° 2-95 relatives aux actions de la Banque de France sur le marché monétaire, dont les dispositions entreront en vigueur le 1^{er} janvier 1996.

Je vous serais obligé de bien vouloir assurer la diffusion de ce courrier auprès de vos adhérents.

Instruction n°1-95 prise en application de la décision n° 95-1 du Conseil de la politique monétaire du 27 octobre 1995, relative aux opérations de la Banque sur le marché monétaire

– en date du 11 décembre 1995

Article premier. – Les établissements de crédit sont autorisés à classer eux-mêmes comme éligibles aux interventions de la Banque de France :

- les crédits en francs, d'une durée résiduelle au plus égale à deux ans, qu'ils consentent à des entreprises cotées 3 ;
- les billets de trésorerie et les bons à moyen terme négociables en francs de durée résiduelle au plus égale à 2 ans qu'ils détiennent en compte dans le système de règlement-livraison

Saturne et qui ont été émis par des entreprises cotées 3, à l'exclusion des supports concernant des entreprises appartenant à un même groupe que celui des établissements précités.

Article 2. – Les crédits classés comme éligibles par les établissements de crédit sont retenus à l'appui des interventions de la Banque pour 75 % de leur montant.

Article 3. – Les billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables classés comme éligibles par les établissements de crédit peuvent être pris en pension par la Banque de France, après prise en compte de quotités appliquées à leur valeur nominale.

Article 4. – La présente instruction entre en vigueur le 1^{er} janvier 1996. Ses modalités d'application sont précisées par avis aux établissements de crédit.

Article 5. – Les instructions n° 3-92 du 9 septembre 1992, n° 4-92 du 24 septembre 1992 sont abrogées.

Instruction n° 2-95 relative aux actions de la Banque de France sur le marché monétaire

– en date du 11 décembre 1995

En application de la loi modifiée n° 93-980 du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, et de la décision n° 95-1 du 27 octobre 1995 du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France met en œuvre, à compter du 1^{er} janvier 1996, les dispositions suivantes ¹ :

¹ La présente instruction annule et remplace l'instruction n° 3-90 du 29 juin 1990 modifiée par l'instruction n° 2-93 du 2 avril 1993.

CHAPITRE PREMIER : Opérateurs principaux du marché

En raison de l'importance et de la qualité de leur activité sur le marché monétaire, un certain nombre d'établissements de crédit sont agréés par la Banque de France en tant qu'opérateurs principaux du marché (OPM).

1.1. Conditions d'activité

Pour être agréé comme OPM, un établissement de crédit doit obligatoirement être implanté sur le territoire français et remplir les conditions suivantes :

- présenter un minimum de fonds propres nets de 250 millions de francs (la détermination de ces fonds propres s'opère selon le schéma retenu pour le coefficient de solvabilité ¹) ;
- réaliser un volume important d'opérations sur le marché monétaire ou, s'il s'agit d'un établissement spécialisé, avoir une taille suffisante, consacrer au marché monétaire une part significative de son activité en francs et disposer d'une clientèle diversifiée.

Les établissements spécialisés dont les opérations sur les marchés en francs dépassent 50 % du total de leur activité en francs devront en outre adresser à la direction des Marchés de capitaux de la Banque de France – Cellule monétaire copie du rapport annuel et des comptes rendus trimestriels relatifs au suivi de leur risque de taux, qu'ils communiquent à la Commission bancaire conformément au règlement CRB n° 90-09 du 25 juillet 1990.

Les critères définis ci-dessus peuvent être révisés en fonction de l'évolution des marchés et par référence à l'activité des OPM déjà agréés.

En outre, la décision de la Banque de France prend en compte non seulement les éléments quantitatifs indiqués ci-dessus mais aussi des critères qualitatifs (ancienneté de l'établissement, expérience de ses dirigeants, nature et diversité des activités, expertise de ses équipes d'opérateurs...). Les décisions d'agrément ou de refus peuvent intervenir immédiatement ou seulement au terme d'une période probatoire de durée variable. La Banque de France se réserve également la possibilité de retirer à tout moment

son agrément à un établissement qui ne remplirait plus les conditions exigées.

La liste des établissements agréés est établie par le gouverneur et communiquée à l'AFEC. Elle peut être obtenue auprès de la direction de la Communication de la Banque de France.

1.2. Rôle et prérogatives

Les OPM doivent afficher habituellement des cotations sur les principaux marchés du franc, notamment le marché interbancaire et celui de la pension livrée, et renseigner la Banque sur la nature et le volume de leur activité, les taux, les durées, les flux d'opérations, les supports utilisés, etc.

La Banque de France n'accepte, au titre de ses opérations sur appel d'offres d'une part, et de ses prises en pensions et prêts garantis d'une durée de 5 à 10 jours d'autre part, que les demandes transmises par ces établissements, agissant pour leur compte propre ou pour le compte d'autres établissements de crédit implantés sur le territoire français.

Les opérateurs principaux sont également les contreparties habituelles, mais non exclusives, de la Banque de France pour ses autres opérations sur le marché interbancaire et les différents marchés du franc. Leurs transactions sur le marché interbancaire au jour le jour sont retenues pour le calcul quotidien du taux moyen pondéré (TMP).

CHAPITRE II : Établissement par la Banque de France de taux de référence sur le marché monétaire

2.1. Calcul du taux moyen pondéré du marché interbancaire au jour le jour

La Banque de France calcule chaque jour, à partir des données fournies par un échantillon représentatif d'établissements de crédit, le taux moyen pondéré des opérations de prises en pensions et de prêts qu'ils ont traitées sur le marché de l'argent au jour le jour. Cet échantillon peut être ajusté, en tant que de besoin, pour tenir compte des évolutions constatées dans la structure du marché.

¹ Règlement CRB n° 90-02 du 23 février 1990 modifié

2.1.1. Relevé du taux moyen

Les établissements de crédit composant l'échantillon — parmi lesquels les OPM figurent d'office — fournissent quotidiennement à la direction des Marchés de capitaux de la Banque de France le taux moyen pondéré et le montant total — à l'exclusion des opérations à 24 heures valeur lendemain (« *tom-next* ») et des prêts éventuels à la Banque de France (reprises de liquidités) — de leurs opérations de prises en pensions et de prêts sur le marché au jour le jour. À titre complémentaire, un certain nombre d'agents des marchés interbancaires communique les mêmes données pour le total des opérations réalisées par leur intermédiaire sur ce marché.

Les taux sont exprimés avec quatre décimales et les montants en millions de francs.

Ces informations sont communiquées par télétransmission, au plus tard à 19 h 00, les jours ouvrables. Une note technique adressée aux établissements retenus dans l'échantillon précise les modalités pratiques afférentes à la transmission de ces informations.

2.1.2. Traitement des informations

À partir des données qui lui sont transmises, la Banque de France calcule un taux moyen — pondéré par les montants — représentatif des opérations au jour le jour.

2.1.3. Diffusion du taux moyen

Le taux moyen pondéré ainsi obtenu, arrondi au 1/16 le plus proche, est disponible le jour ouvrable suivant, à 9 h 30 auprès de la direction de la Communication de la Banque de France, ainsi que par télématique sur les principaux réseaux d'information.

2.1.4. Moyenne mensuelle

Une moyenne mensuelle est établie et diffusée par les mêmes voies que le taux quotidien. Cette information est accompagnée de la moyenne journalière des montants recensés auprès de l'échantillon durant le mois considéré.

2.2. Établissement de taux de référence des bons du Trésor

La Banque de France diffuse quotidiennement, pour l'ensemble des lignes émises de bons du Trésor en francs et en écus, des taux acheteurs qui s'entendent pour le premier jour ouvrable suivant la date de négociation.

Ces taux sont établis à partir d'un relevé, effectué entre 15 h 30 et 16 h, auprès des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), par la salle des marchés francs de la Banque de France.

Ces informations sont diffusées par la direction de la Communication de la Banque de France et par télématique, sur les principaux réseaux d'information.

2.3. Établissement de taux représentatifs du marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor

La Banque de France calcule chaque jour des taux représentatifs du marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor.

Il s'agit d'une fourchette de taux offerts et demandés représentatifs des conditions auxquelles sont traitées les opérations de pension, dites de trésorerie, dans lesquelles le cessionnaire prêteur d'espèces accepte tous les types de valeurs du Trésor mises en pension par le cédant.

La Banque de France recueille les informations nécessaires en consultant à 11 h les pages de cotations des spécialistes en pension sur valeurs du Trésor (SPVT) sur les échéances couramment traitées dans le marché.

Les deux séries de taux obtenues — les taux offerts et les taux demandés — donnent lieu au calcul de taux moyens. Chaque taux moyen est obtenu en effectuant la moyenne arithmétique des taux subsistant après élimination des deux taux les plus élevés et des deux taux les plus bas. Les taux moyens ainsi calculés pour chaque échéance déterminent la fourchette représentative du marché.

Ces informations sont publiées à 12 h par la direction de la Communication de la Banque de France et par télématique, sur les principaux réseaux d'information.

2.4. *Établissement de taux indicatifs des bons à moyen terme négociables assimilables*

La Banque de France diffuse quotidiennement la moyenne des taux acheteurs constatés sur le marché secondaire pour diverses souches de bons à moyen terme négociables assimilables dont les montants sont supérieurs à 200 millions de francs.

Ces taux sont établis à partir d'un relevé, effectué entre 15 h 30 et 16 h 30 auprès de teneurs de marchés et d'agents des marchés interbancaires par le service des Intermédiaires et des Instruments de marché.

Ces informations sont diffusées par la direction de la Communication de la Banque de France et par télématique, sur les principaux réseaux d'information, ainsi que par l'intermédiaire de la Société des bourses françaises, dans une rubrique spéciale de la cote officielle.

CHAPITRE III : Opérations de la Banque

Les prises en pension de bons du Trésor, de billets de trésorerie ou de bons à moyen terme négociables consenties par la Banque de France font l'objet d'une livraison conformément aux modalités fixées pour les titres dématérialisés par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994 pris en application de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993.

Les prêts garantis par des créances privées sont régis par une convention particulière, figurant à l'annexe I-B de la présente instruction, conclue entre la Banque de France et chaque établissement de crédit.

Le bénéficiaire final, contrepartie des opérations de la Banque, communique à la direction des Marchés de capitaux les références des comptes espèces sur lesquels doivent être imputées les opérations conclues.

S'agissant des opérations effectuées avec la salle des marchés, l'enregistrement des conversations téléphoniques opéré à la Banque de France fait foi conventionnellement entre les parties.

3.1. *Opérations sur appel d'offres*

Les opérations sur appel d'offres s'effectuent sur la base des demandes de monnaie centrale exprimées par les OPM, pour leur compte ou celui

d'autres établissements de crédit implantés sur le territoire français. La Banque peut contrôler par tous moyens utiles l'existence de la provision sous-jacente aux demandes de chaque établissement, relative à chaque catégorie de supports mobilisables. Les modalités pratiques de ce contrôle sont décrites à l'annexe 2. Après recensement des réponses à l'appel d'offres, la Banque de France sert les demandes à un taux unique, à concurrence d'un certain pourcentage des demandes exprimées à ce taux et aux taux supérieurs.

La Banque de France se réserve la possibilité de procéder à des appels d'offres distincts suivant les supports.

3.1.1. Procédure

L'annonce des appels d'offres est simultanément transmise aux OPM, par télétransmission, et aux principaux réseaux d'information, par télématique.

Les renseignements diffusés en début de matinée portent sur :

- les caractéristiques de l'appel d'offres (date de valeur, date d'échéance, référence),
- l'horaire limite pour la réception des réponses,
- pour les bons du Trésor, la date des taux de référence ¹ publiés par la Banque de France qui serviront pour la valorisation des titres pris en pension, ainsi que les quotités applicables,
- la plage des échéances retenues pour les billets de trésorerie et les bons à moyen terme négociables ainsi que les quotités requises pour ces catégories de supports,
- la date de référence de la déclaration à prendre en compte pour les créances privées et le pourcentage retenu sur celle-ci (cf. 3.1.2.1.).

Les réponses des OPM, comportant le montant des demandes qu'ils ont recensées et les taux proposés, sont reçues par télétransmission durant la plage horaire annoncée. Une note technique précise les modalités pratiques afférentes à cette procédure. Ainsi, tout message provenant d'un OPM fait l'objet d'un accusé de réception s'il est valide ; il donne lieu à un message de rejet s'il est incomplet ou non conforme aux normes prescrites.

¹ Ce sont en principe ceux publiés le jour ouvré précédant le lancement de l'appel d'offres, sauf indication contraire de la Banque de France.

Aucun message émanant d'un poste non accrédité ne peut être pris en compte.

La décision de la Banque de France, qui porte à la fois sur le taux, le montant de l'opération et les pourcentages servis des demandes retenues, est communiquée aux OPM, par télétransmission, ainsi qu'aux réseaux d'information les plus utilisés. L'information est également disponible auprès de la direction de la Communication de la Banque de France.

Les pourcentages servis des demandes retenues peuvent être différents lorsqu'au sein d'une même opération, la Banque de France procède à des appels d'offres distincts suivant les supports.

Un exemple pratique de ces opérations figure en annexe 3.

Dès réception de la décision de la Banque de France et jusqu'à 16 h 30 au plus tard (14 h 00 dans le cas d'un appel d'offres valeur-jour), les OPM communiquent au post-marché de la direction des Marchés de capitaux, sous forme d'un message de confirmation détaillé, les montants de leur participation propre et de celles des établissements ayant soumissionné à l'appel d'offres par leur intermédiaire. Ils indiquent également pour chaque contrepartie le montant total à créditer et celui dû à l'échéance, ainsi que la répartition du refinancement entre les différents supports mis en pension (bons du Trésor, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables) ou en garantie (créances privées).

Les montants accordés au titre des opérations sur appel d'offres sont portés directement le lendemain — ou le jour même dans le cas exceptionnel des appels d'offres valeur jour — au crédit du compte de l'établissement bénéficiaire final de l'opération. À l'échéance, ces montants, augmentés des intérêts calculés selon les modalités précisées en annexe 4, sont portés au débit de son compte.

3.1.2. Traitement des différents supports

Les développements ci-dessous concernent les créances privées, les billets de trésorerie, les bons à moyen terme négociables ainsi que les bons du Trésor ; la Banque de France se réserve, en cas de besoin, la possibilité de procéder à des opérations sur appels d'offres portant sur d'autres supports.

3.1.2.1. Créances privées

La Banque de France peut nouer au titre des appels d'offres et avec toute contrepartie admise sur le marché interbancaire des opérations de prêt garanti contre créances privées.

Les interventions de la Banque de France s'effectuent contre remise de billets globaux de mobilisation représentatifs de crédits en francs d'une durée résiduelle de deux ans maximum, concernant des entreprises cotées « 3 », à l'exclusion des prêts consentis à des sociétés du même groupe que celui de l'établissement présentateur.

– Déclarations concernant les créances privées admises aux opérations de la Banque

Les établissements de crédit remettent deux fois par mois au post-marché de la direction des Marchés de capitaux de la Banque de France des déclarations indiquant la valeur globale des créances qu'ils classent comme éligibles conformément à l'instruction n° 1-95 du 11 décembre 1995. Les diligences à accomplir pour la remise de ces déclarations sont précisées par avis aux établissements de crédit (cf. modèle de déclaration en annexe 5). Le calendrier de remise est arrêté par la direction des Marchés de capitaux au début de chaque année.

La conservation des documents manuels et informatiques utilisés par les établissements de crédit pour déclarer deux fois par mois à la Banque de France leurs encours de créances privées sur les entreprises cotées « 3 » doit se conformer à la prescription de droit commun retenue en matière commerciale (dix ans).

– Billets globaux de mobilisation

En vertu de la convention (annexe 1.B.) cosignée par la Banque de France — représentée par le directeur général du Crédit — et chaque établissement de crédit relative aux créances privées répondant aux caractéristiques fixées par la Banque, les opérations sur appel d'offres donnent lieu à remise de billets globaux de mobilisation émis au profit de la Banque par chaque établissement de crédit.

Ils doivent être remis, accompagnés d'un formulaire de dépôt de billets à ordre, au guichet de la direction des Marchés de capitaux ou, le cas échéant, au comptoir où est tenu leur compte, le jour du lancement de l'appel d'offres avant 17 h 00 (14 h 00 dans le cas d'un appel d'offres valeur-jour).

Le montant des billets correspond au montant crédité augmenté des intérêts dus à l'échéance. Un modèle est fourni en annexe 4.

– Conformément aux dispositions des conventions, le montant des billets globaux de mobilisation ne saurait excéder la valeur des créances cédées en propriété à titre de garantie. L'échéance de ces créances, qui doivent être libres de tout engagement, doit être postérieure à l'échéance du prêt consenti.

En outre, par application de la convention, le cédant s'engage, pendant la durée de l'opération, à ne pas céder à un tiers, en propriété ou en gage, les créances transmises à la Banque de France.

La garantie est vérifiée le jour du crédit en compte ; s'il s'avère qu'elle est inférieure au montant requis, la Banque de France peut procéder à une annulation totale ou partielle du prêt consenti.

3.1.2.2. Bons du Trésor, bons à moyen terme négociables et billets de trésorerie

Au titre des opérations sur appels d'offres, la Banque de France peut nouer, avec toute contrepartie admise au marché interbancaire, des prises en pension de bons du Trésor libellés en francs ou en écus, ainsi que de billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables dont l'échéance résiduelle n'excède pas deux ans et qui sont émis par des entreprises cotées 3, à l'exclusion des sociétés émettrices appartenant au même groupe que celui de l'établissement cédant. Ces opérations sont régies par la convention-cadre relative aux opérations de pension livrée du 16 décembre 1994, selon les termes convenus entre la Banque de France et chaque établissement (voir annexe 1.A.) et s'effectuent dans le cadre du système de règlement-livraison Saturne.

Les diligences à accomplir dans le cadre de ces opérations, qui sont traitées par le système de règlement-livraison, sont précisées dans l'annexe 6. Les principales caractéristiques des prises en pension de bons du Trésor, billets de

trésorerie et bons à moyen terme négociables sont les suivantes :

- les titres, support de l'opération, sont virés à un compte spécifique au nom de la Banque de France et y demeurent jusqu'à l'échéance de la pension ; aucun dénouement anticipé ne peut intervenir ;
- les coupons qui, pendant la durée d'une pension, viendraient à être payés sur ces titres livrés à la Banque de France, seront versés le même jour sur les comptes espèces de l'établissement bénéficiaire de la pension ;
- les crédits et les débits (titres et espèces) correspondant à l'opération sont passés au compte du bénéficiaire final, dont les références ont été communiquées à la direction des Marchés de capitaux et au système de règlement-livraison ;
- les bons du Trésor en francs et les bons du Trésor en écus ainsi que les bons à moyen terme négociables ou les billets de trésorerie font l'objet de pensions distinctes. L'établissement concerné doit communiquer séparément pour chaque pension au système de règlement-livraison le détail des titres livrés. La provision titres est vérifiée préalablement au passage du crédit espèces. S'agissant toutefois des bons du Trésor en écus, cette provision et le crédit-espèces correspondant sont susceptibles d'être réduits ultérieurement et jusqu'en fin de journée à concurrence des titres pris en pension en tant que de besoin par la Banque de France pour couvrir une éventuelle insuffisance de provision sur le compte-espèces en écus de l'établissement ;
- la valorisation des bons du Trésor pris en pension est effectuée sur la base des taux de référence publiés la veille du jour du lancement de l'appel d'offres. Toutefois, la Banque de France se réserve la possibilité de retenir, exceptionnellement, pour le calcul de la provision titres, les taux de référence publiés le jour même du lancement de l'appel d'offres. Dans ce cas, elle en informe la place au moment où elle en communique les résultats. S'agissant des bons en écus, la contre-valeur en francs des titres est calculée à partir du cours indicatif publié par la Banque de France la veille du jour de lancement de l'appel d'offres.

Sous réserve de l'application de quotités dont les niveaux sont arrêtés par la Banque de France, la valeur des titres obtenue de la sorte doit être au moins égale au montant de la pension augmenté des intérêts dus à l'échéance (cf. exemple de calcul en annexe 7).

En ce qui concerne les bons à moyen terme négociables ainsi que les billets de trésorerie, les titres sont pris en compte pour leur valeur nominale, sous réserve qu'après application de quotités arrêtées par la Banque de France, la valeur obtenue soit au moins égale au montant de la pension augmenté des intérêts dus à l'échéance.

En cas d'insuffisance de provision constatée pour un établissement, la Banque de France peut procéder à une annulation totale ou partielle de la pension accordée ; elle peut aussi l'autoriser à apporter d'autres titres de même type pour couvrir l'insuffisance.

Dans le cas où la Banque de France accepte, pendant la durée de la pension, de procéder, à la demande du cédant, à l'échange de tout ou partie des titres mis en pension, les nouveaux titres, qui doivent être du même type, sont livrés selon les modalités prévues par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994, et substitués de plein droit à ceux qui seront repris par le cédant, dont ils sont la représentation.

3.2. Prises en pensions et prêts garantis d'une durée de 5 à 10 jours

3.2.1. Procédure

Les établissements de crédit peuvent solliciter, de 9 h 00 à 17 h 00, des prêts garantis valeur-jour contre créances privées, ou des pensions valeur-jour contre bons du Trésor en francs et en écus, bons à moyen terme négociables ou billets de trésorerie répondant aux caractéristiques fixées par la Banque. La durée de ces concours peut s'établir, selon le choix de l'établissement, à 5 jours, 6 jours, 7 jours, 8 jours, 9 jours ou 10 jours. Lorsque l'échéance prévue tombe un jour non ouvré, elle est reportée au premier jour ouvrable suivant.

Les demandes sont transmises par voie téléphonique à la Banque de France, direction des Marchés de capitaux, salle des marchés (tél. : 42 92 41 59), par les OPM, seuls habilités à cette fin tant pour leurs opérations propres que pour celles des autres établissements de crédit. À l'occasion de ces demandes, la nature de la garantie proposée ainsi que la durée de l'opération doivent être précisées.

Le montant du prêt garanti ou de la pension est crédité directement aux comptes des établissements bénéficiaires. À l'échéance, ce montant, augmenté des intérêts calculés selon les modalités précisées en annexe 4, est porté au débit du compte du bénéficiaire.

La Banque de France se réserve la possibilité de suspendre, sans préavis, l'octroi de prêts garantis et de pensions d'une durée de 5 à 10 jours.

3.2.2. Traitement des différents supports

Il est identique à celui indiqué au paragraphe 3.1.2.

En ce qui concerne les bons du Trésor, il est précisé que, pour le calcul de la provision titres, les taux de valorisation retenus sont, en principe, les taux de référence publiés la veille de la négociation, la Banque de France se réservant cependant la possibilité d'appliquer des taux différents.

S'agissant des bons du Trésor en écus, la contre-valeur en francs des titres est calculée à partir du cours indicatif publié par la Banque de France la veille du jour de l'opération.

3.3. Autres opérations

La Banque de France se réserve la possibilité d'effectuer toute opération qu'elle juge utile, au taux et dans les conditions habituelles des marchés :

- prêts garantis, prises en pension, mises en pension et autres emprunts d'espèces sur le marché interbancaire,
- achats, ventes, prêts et emprunts de titres sur les différents marchés du franc : ces opérations peuvent être traitées avec des contreparties non admises sur le marché interbancaire.

**INSTRUCTION N° 2-95 RELATIVE AUX
ACTIONS DE LA BANQUE DE FRANCE
SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE**

ANNEXE I.A.
à l'instruction n° 2-95

LISTE DES ANNEXES

- I. A. Convention relative aux opérations de pension livrée (y compris paramètres et modifications à la convention-cadre)
- I. B. Convention concernant les mobilisations globales de créances privées
- II. Constitution et contrôle des provisions préalables aux soumissions aux appels d'offres de la Banque de France
- III. Exemple de réponses aux appels d'offres
- IV. Modèle de billet concernant une opération de prêt garanti contre créances privées
- V. Déclaration d'encours de crédits « cotés 3 »
- VI. Traitement des opérations de pension livrée de la Banque de France dans le système Saturne
- VII. Évaluation de la garantie sur bons du Trésor en francs et en écus : exemple de calcul

**CONVENTION-CADRE RELATIVE AUX
OPÉRATIONS DE PENSION LIVRÉE**

Entre les soussignés :

Partie A dont le siège social se trouve à

représentée par :

d'une part,

Et :

Partie B dont le siège social se trouve à

représentée par :

d'autre part,

ci-après dénommées « Les Parties ».

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

Article premier – Principes généraux de la convention

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

– les Pensions régies par la Convention sont exclusivement celles visées par l'article 12 de la Loi et donnant lieu à livraison selon les modalités prévues au décret n° 94-350 du 2 mai 1994 ;

– les Pensions régies par la Convention forment un tout pour leur résiliation et leur compensation ;

– la survenance d'un Cas de Défaillance pour une Partie donne le droit à l'autre de résilier l'ensemble des Pensions régies par la Convention, de compenser les dettes et créances réciproques afférentes et d'établir un Solde de Résiliation à recevoir ou à payer ; et

– ce Solde de Résiliation est déterminé selon une méthode de calcul établie par la Convention qui reflète la valeur économique des Pensions à la date de leur résiliation et tient compte de la Marge constituée par une Partie auprès de l'autre.

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

Article 2 – Définitions

« Agent de Calcul »

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

« Cas de Défaillance »

Événement mentionné à l'article 10.1.1 ;

« Circonstance Nouvelle »

Événement mentionné à l'article 10.2.1 ;

« Confirmation »

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

« Date de Cession »

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

« Date de Résiliation »

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

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

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

« Date de Rétrocession »

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

« Date de Valorisation »

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

« Devise »

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

« Devise de Référence »

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

« Écart de Valeur »

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

« Intérêts de Retard »

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

« Jour Ouvré »

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

« Marge »

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

« Marge Initiale de Sécurité »

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

« Montant Dû »

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

« Pension »

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

« Pension avec Marge »

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

« Prix de Cession »

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

« Prix de Rétrocession »

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

« Solde de Résiliation »

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

« Taux de la Pension »

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

« Taux de Référence »

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

« Titres »

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

« Valeur de la Marge »

À une Date de Valorisation quelconque :

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

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

« Valeur du (des) Titre (s) »

À une date déterminée :

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

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

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

Article 3 – titres admissibles ; substitution de titres

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

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

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

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

– les effets publics ou privés (sous réserve, pour les effets privés, que chaque Partie soit un établissement de crédit).

3.2 Les Parties peuvent à tout moment convenir de substituer à des Titres déjà mis en pension d'autres Titres, sous réserve qu'à la date à laquelle elles décident de la substitution les nouveaux Titres aient une Valeur au moins égale à celle des Titres initialement mis en pension auxquels ils sont substitués. La substitution se réalise, dans les conditions visées à l'article 6.2, par le transfert, par le cédant au cessionnaire, de la propriété des Titres substitués et par le transfert, par le cessionnaire au cédant, des Titres initialement mis en pension. Cette substitution n'a pas d'effet novatoire sur la Pension considérée ou sur la Marge déjà constituée. En conséquence, les Parties restent tenues dans les termes et conditions convenus entre elles pour la Pension considérée, l'engagement de rétrocession portant dès lors sur les Titres substitués.

Article 4 – opérations sur titres

4.1 En cas de mise en paiement, pendant la durée de la Pension, d'un intérêt ou de toute somme non soumise à la retenue à la source prévue par les dispositions du Code Général des Impôts, le cessionnaire paiera au cédant un montant en espèces équivalent à la somme mise en paiement. Ce versement interviendra le jour même de la date de mise en paiement. Les dispositions de l'article 8.2.3 s'appliqueront en cas de retard.

4.2. En cas d'amortissement, de tirage au sort conduisant au remboursement, d'échange, de conversion ou d'exercice d'un bon de souscription de Titres mis en pension, la Date de Rétrocession de la Pension concernée sera automatiquement avancée au deuxième Jour Ouvré suivant la publication de l'avis annonçant l'opération concernée.

4.3 En cas d'offre publique sur les Titres mis en pension, les Parties se concerteront à la requête du cédant ou du cessionnaire sur notification à l'autre Partie faite dans les trois Jours Ouvrés de la publication de l'avis annonçant cette offre. À défaut d'accord intervenu dans un délai de deux Jours Ouvrés à compter de cette notification, la Date de Rétrocession de la Pension concernée sera

avancée au deuxième Jour Ouvré suivant la constatation du désaccord.

Article 5 – conclusion des pensions

5.1 Les Pensions sont conclues par tous moyens et prennent effet entre les Parties dès l'échange de leurs consentements. À cet effet, les Parties s'autorisent mutuellement à procéder à l'enregistrement des conversations téléphoniques relatives à la conclusion de leurs Pensions.

5.2 La Conclusion de chaque Pension devra être suivie d'un échange de Confirmations par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les Parties. L'absence de Confirmation n'affectera en rien la validité de la Pension. En cas de désaccord sur les termes d'une Confirmation, lequel devra être notifié immédiatement à l'autre Partie, chaque Partie pourra se référer à ses enregistrements téléphoniques comme mode de preuve pour établir les termes de la Pension correspondante.

5.3 Les Parties peuvent, dans le respect des Principes Généraux, adopter pour toute Pension des dispositions particulières dans la Confirmation correspondante. Ces dispositions s'appliquent alors exclusivement à la Pension considérée et en priorité par rapport à la Convention.

Article 6 – cession et rétrocession des titres

6.1 À la Date de Cession, le cédant livrera ou fera livrer au cessionnaire les Titres mis en pension, contre règlement, par celui-ci, du Prix de Cession. À la Date de Rétrocession, le cessionnaire livrera ou fera livrer au cédant les Titres mis en pension contre règlement, par le cédant, du Prix de Rétrocession.

6.2 Toute livraison de Titres s'effectue de façon à ce que le destinataire ait la pleine propriété des Titres livrés, et selon les modalités prévues par les usages et la réglementation en vigueur.

Article 7 – appels et gestion des marges

7.1 À moins qu'il n'en soit disposé autrement lors de sa conclusion, chaque Pension donnera lieu, aux conditions définies dans l'annexe 1 C, à la constitution ou, le cas échéant, à la rétrocession d'une Marge pour tenir compte de l'évolution de la Valeur des Titres mis en pension. Les Parties

conviennent irrévocablement que toute Marge ainsi constituée s'applique à l'ensemble des Pensions, que celles-ci soient ou non des Pensions avec Marge.

7.2 L'Agent de Calcul aura à chaque Date de Valorisation la charge de déterminer l'Écart de Valeur des Pensions avec Marge ainsi que la Marge devant être constituée ou rétrocédée et en informera les Parties dès que possible après détermination. Les informations et calculs transmis seront définitifs et, en l'absence d'erreur manifeste, ne pourront pas être contestés. Chaque Partie s'oblige à procéder à toute constitution ou rétrocession de Marge lui incombant dans les délais spécifiés à l'annexe 1 C.

7.3 Pour l'application des dispositions de l'article 7 et de l'annexe 1 C, la *constitution de la Marge* (ou *remise complémentaire* au sens de la Loi) s'entend de la remise en pleine propriété de sommes d'argent libellées dans la Devise de Référence (sous forme de virement irrévocable) ou, si la Partie destinataire du transfert l'accepte, de Titres (sous forme de livraison *Franco*) en faveur de cette Partie. De même, la *rétrocession de Marge* s'entend, lorsqu'une Marge a été constituée chez une Partie, d'une remise en pleine propriété de sommes d'argent libellées dans la Devise de référence (sous forme de virement irrévocable) ou, si la Marge a été constituée en Titres, du transfert en pleine propriété desdits Titres (sous forme de livraison *Franco*), au bénéfice de l'autre Partie. Si la rétrocession de Marge n'est que partielle, la Partie devant la rétrocéder aura toute latitude pour décider si cette rétrocession porte sur des sommes ou sur les Titres en question, dès lors que la valeur de la rétrocession est bien celle convenue. Une telle rétrocession diminuera d'autant la Valeur de la Marge maintenue.

Article 8 – retards de paiement ou de livraison

8.1 Retards de paiement ou de livraison à la Date de Cession

8.1.1. En cas de paiement avec retard du Prix de Cession, la Pension considérée sera maintenue sans changement, y compris pour ce qui concerne les Prix de Cession et de Rétrocession, même si les Titres concernés n'ont pas été livrés à bonne date par le cédant du fait du retard de paiement.

Le cessionnaire s'oblige en toute hypothèse à verser, en plus du Prix de Cession, des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Cession de la Date de Cession (incluse) jusqu'à la date de son paiement effectif (exclue).

8.1.2. En cas de livraison avec retard des Titres mis en pension, la Pension considérée sera maintenue sans changement, y compris pour ce qui concerne les Prix de Cession et de Rétrocession, même si le Prix de Cession n'a pas été versé à bonne date par le cessionnaire du fait de la non-livraison des Titres. Si toutefois le Prix de cession a été versé au cédant, celui-ci s'oblige alors, en plus de la livraison des Titres, à verser des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Cession de la date de son versement (incluse) jusqu'à la date de livraison effective des Titres mis en pension (exclue).

8.2. Retards de paiement ou de livraison à la Date de Rétrocession

8.2.1. En cas de paiement avec retard du Prix de Rétrocession, le Prix de Rétrocession sera recalculé comme si la Pension considérée devait dès l'origine venir à échéance à la date de paiement effectif dudit prix, même si les Titres concernés n'ont pas été livrés à bonne date par le cessionnaire du fait du retard de paiement. Le cédant s'oblige en toute hypothèse à verser, en plus du Prix de Rétrocession ainsi recalculé, des Intérêts de Retard qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable, et seront calculés sur le Prix de Rétrocession de la Date de Rétrocession telle que prévue initialement (incluse) jusqu'à la date de son paiement effectif (exclue).

8.2.2 En cas de rétrocession avec retard des Titres mis en pension et dans l'hypothèse où le Prix de Rétrocession n'a pas été versé à bonne date du fait de la non rétrocession des Titres, le Prix de Rétrocession ne sera aucunement modifié, de sorte qu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en pension, le cédant ne soit tenu qu'au versement du Prix de Rétrocession initialement convenu. En cas de rétrocession avec retard des Titres mis en pension et dans l'hypothèse où le Prix de Rétrocession a été versé au cessionnaire, celui-ci s'oblige alors, en plus de la rétrocession

des Titres, à verser des Intérêts de Retard sur le Prix de Rétrocession, calculés à un taux d'intérêt égal à la somme du Taux de la Pension considérée et du Taux de Retard, qui seront dus sans délai, de plein droit et sans mise en demeure préalable de la date de son versement (incluse) jusqu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en pension (exclue).

8.2.3 Les dispositions de l'article 7 s'appliquent à toute Pension jusqu'à la date de versement effectif du Prix de Rétrocession (dans le cas visé à l'article 8.2.1) ou jusqu'à la date de rétrocession effective des Titres mis en Pension (dans le cas visé à l'article 8.2.2).

8.3 Remboursement des autres frais et pénalités ; incidences sur l'application des dispositions des articles 10 et 11

8.3.1 Sans préjudice des dispositions des articles 8.1 et 8.2, la Partie livrant ou payant avec retard à la Date de Cession ou de Rétrocession sera tenue de supporter tous frais, dommages et intérêts et pénalités dont l'autre Partie serait redevable du fait du retard en question, qui sont prévisibles à la date de conclusion de la Pension considérée et qu'elle serait en mesure de justifier.

8.3.2 Les dispositions du présent article ne sauraient restreindre d'une quelconque manière l'application des articles 10 et 11, et notamment de l'article 10.1.1.1.

Article 9 – déclarations

Chaque Partie déclare et atteste lors de la conclusion de la Convention :

9.1 Qu'elle est régulièrement constituée et qu'elle exerce ses activités conformément aux lois, décrets, règlements et statuts (ou autres documents constitutifs) qui lui sont applicables ;

9.2 Qu'elle a tout pouvoir et capacité de conclure la Convention et toute Pension s'y rapportant et que celles-ci ont été valablement autorisées par ses organes de direction ou par tout autre organe compétent ;

9.3 Que la conclusion et l'exécution de la Convention et de toute Pension s'y rapportant ne contreviennent à aucune disposition des lois, décrets, règlements et statuts (ou autres documents constitutifs) qui lui sont applicables ;

9.4 Que tous les permis, licences et autorisations éventuellement nécessaires à la conclusion et à l'exécution de la Convention et de toute Pension s'y rapportant ont été obtenus et demeurent valables ;

9.5 Que la Convention et les Pensions conclues en vertu des présentes constituent un ensemble de droits et obligations ayant force obligatoire à son encontre en toutes leurs dispositions ;

9.6 Qu'aucun Cas de Défaillance n'existe en ce qui la concerne ;

9.7 Qu'elle dispose des connaissances et de l'expérience nécessaires pour évaluer les avantages et les risques encourus au titre de chaque Pension et ne s'en est pas remise pour cela à l'autre Partie ; et

9.8 Qu'il n'existe pas à son encontre d'action ou de procédure arbitrale ou judiciaire, ou de mesure administrative ou autre dont il pourrait résulter une détérioration manifeste et substantielle de son activité, de son patrimoine ou de sa situation financière ou qui pourrait affecter la validité ou la bonne exécution de la Convention ou de toute Pension.

Article 10 – résiliation des opérations de pension

10.1 Résiliation en Cas de Défaillance

10.1.1 Constitue un Cas de Défaillance pour l'une des Parties (la « Partie Défaillante ») l'un des événements suivants :

10.1.1.1 l'inexécution d'une quelconque disposition de la Convention ou d'une Pension (relative à un paiement, une livraison ou autre), à laquelle il n'aurait pas été remédié soit dès notification de l'inexécution par l'autre Partie (la « Partie Non Défaillante ») lorsque cette inexécution porte sur une constitution ou rétrocession de Marge, soit dans un délai de trois Jours Ouvrés à compter de ladite notification, dans les autres cas ;

10.1.1.2 une quelconque déclaration de l'article 9 se révèle avoir été inexacte au moment où elle a été faite par cette Partie, ou cesse d'être exacte, sur un point important ;

10.1.1.3 la déclaration par cette Partie à l'autre Partie de l'impossibilité ou du refus de régler tout ou partie de ses dettes ou d'exécuter ses obligations, l'octroi administratif ou judiciaire d'un moratoire, une procédure de règlement amiable de créanciers, la nomination d'un administrateur à la demande des tribunaux, l'interdiction d'une autorité réglementaire d'émettre sur un marché, ainsi que toute procédure équivalente ;

10.1.1.4 la cessation de fait d'activité, l'ouverture d'une procédure de liquidation amiable ou de toute autre procédure équivalente ;

10.1.1.5 l'ouverture d'une procédure de redressement ou liquidation judiciaires ou de toute autre procédure équivalente, affectant le siège ou l'une quelconque des succursales de cette Partie ;

10.1.1.6 l'inexécution d'une quelconque obligation de paiement à l'égard de la Partie Non Défaillante ou de tout tiers, autre que celles résultant de la Convention ou d'une Pension, sauf en cas d'erreur manifeste et à moins que le paiement de ce montant ne soit l'objet d'une contestation sérieuse au fond ; ou

10.1.1.7 tout événement susceptible d'entraîner la nullité, l'inopposabilité, la disparition d'une quelconque sûreté ou garantie consentie par acte séparé en faveur de la Partie Non Défaillante au titre d'une ou plusieurs Pensions, ainsi que tout événement visé aux articles 10.1.1.3 à 10.1.1.6 affectant un tiers ayant délivré sa garantie personnelle au titre de la Convention ou d'une Pension.

10.1.2 La survenance d'un Cas de Défaillance donne à la Partie Non Défaillante le droit, sur simple notification adressée à la Partie Défaillante, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de livraison et de résilier l'ensemble des Pensions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera le Cas de Défaillance invoqué ainsi que la Date de Résiliation retenue.

10.2 Résiliation en cas de Circonstance Nouvelle

10.2.1 Constitue une Circonstance Nouvelle pour une Partie (la « Partie Affectée »), l'un des événements suivants :

10.2.1.1 l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi ou d'une nouvelle réglementation, la modification d'une loi ou d'un quelconque texte à caractère obligatoire ou la modification de l'interprétation judiciaire ou administrative qui en est faite, dont il résulte qu'une Pension est illicite pour la Partie concernée ou qu'il doit être procédé à une déduction ou retenue nouvelle de nature fiscale sur un montant qu'elle doit recevoir de l'autre Partie au titre de ladite Pension ; ou

10.2.1.2 toute fusion ou scission affectant la Partie concernée ou toute cession d'actif effectuée par celle-ci se traduisant par une détérioration manifeste et substantielle de son activité, de son patrimoine ou de sa situation financière.

10.2.2 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1, toute Partie en prenant connaissance la notifiera dans les meilleurs délais à l'autre Partie ainsi que les Pensions concernées par cette Circonstance Nouvelle. Les Parties suspendront alors l'exécution de leurs obligations de paiement et de livraison pour les seules Pensions affectées et rechercheront de bonne foi pendant un délai de

30 jours une solution mutuellement satisfaisante visant à rendre licite ces Pensions ou éviter la déduction ou retenue. Si à l'issue de cette période aucune solution mutuellement satisfaisante ne peut être trouvée, chacune des Parties (en cas d'illégalité) ou la Partie recevant un montant inférieur à celui prévu (en cas de déduction ou retenue sur un montant versé par l'autre Partie) pourra notifier à l'autre la résiliation des seules Pensions affectées par la Circonstance Nouvelle. Cette notification précisera la Date de Résiliation retenue.

10.2.3 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.2, toutes les Pensions seront considérées affectées. L'autre Partie (la « Partie Non Affectée ») aura alors le droit, sur simple notification adressée à la Partie Affectée, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de livraison et de résilier l'ensemble des Pensions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera la Date de Résiliation retenue.

10.2.4 Si une Circonstance Nouvelle entraîne directement la survenance d'un Cas de Défaillance, ce Cas de Défaillance sera réputé ne pas avoir eu lieu et seules les dispositions de l'article 10.2 seront alors applicables.

10.3 Effets de la résiliation

Les Parties sont déliées, à compter de la Date de Résiliation, de toute obligation de paiement ou livraison pour les Pensions résiliées. La résiliation donne toutefois droit, pour ces Pensions, au paiement du Solde de Résiliation et, lorsqu'elle résulte de la survenance d'un Cas de Défaillance, au remboursement des frais prévus à l'article 12.5.

Article 11 – calcul et paiement du solde de résiliation

11.1 Calcul du Solde de Résiliation

11.1.1 À la Date de Résiliation, la Partie Non Défaillante ou la Partie Non Affectée (ci-après la « Partie en charge des calculs ») aura seule la responsabilité de déterminer le Solde de Résiliation.

11.1.2 À cet effet, la Partie en charge des calculs déterminera, pour chaque Pension résiliée, son Écart de Valeur à la Date de Résiliation ainsi que,

s'ils existent, les Montants Dus par chaque Partie au titre de ladite Pension. Cette détermination interviendra que la Pension en question soit avec Marge ou non.

11.1.3 La somme des Écarts de Valeur positifs pour la Partie en charge des calculs et des Montants Dus par l'autre Partie, diminuée du total des Écarts de Valeur négatifs pour la Partie en charge des calculs et des Montants Dus par elle déterminera le risque brut de la Partie en charge des calculs (ci-après « le Risque Brut »). Tout Écart de Valeur ou Montant Dû exprimé dans une Devise autre que la Devise de Référence sera converti dans cette Devise à la Date de Résiliation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour la Partie en charge des calculs à 12 h 00 à cette date.

11.1.4 La Partie en charge des calculs comparera alors son Risque Brut à la Valeur de la Marge à la Date de Résiliation (si une Marge a été constituée) et déterminera de la façon suivante le Solde de Résiliation :

a) si aucune Marge n'a été constituée, la Solde de Résiliation sera égal au Risque Brut de la Partie en charge des calculs. Il sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est positif et par la Partie en charge des calculs s'il est négatif ;

b) si une Marge a été constituée chez la Partie en charge des calculs et si cette Partie a un Risque Brut positif, le Solde de Résiliation sera égal à la différence entre le Risque Brut et la Valeur de la Marge. Il sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est positif et par la Partie en charge des calculs s'il est négatif. Si par contre la Partie en charge des calculs a un Risque Brut négatif, le Solde de Résiliation sera égal au total de la valeur absolue du Risque Brut et de la Valeur de la Marge et sera dû par la Partie en charge des calculs ;

c) si une Marge a été constituée chez la Partie Défaillante ou la Partie Affectée et si la Partie en charge des calculs a un Risque Brut négatif, le Solde de Résiliation sera égal à la différence entre la valeur absolue du Risque Brut et la Valeur de la Marge. Il sera dû par la Partie en charge des calculs s'il est positif et par la Partie Défaillante ou Affectée s'il est négatif. Si par contre la Partie en charge des calculs a un Risque Brut positif, le Solde de Résiliation sera égal au total du Risque

Brut et de la Valeur de la Marge et sera dû par la Partie Défaillante ou Affectée.

Une présentation sous forme de tableau du calcul du Solde de Résiliation figure à l'annexe 2, qui fait partie intégrante de la Convention.

11.1.5 Lors de la survenance d'une Circonstance Nouvelle visée à l'article 10.2.1.1 et dans l'hypothèse où seules certaines des Pensions en cours seraient affectées, la Marge sera alors déterminée par référence aux seules Pensions avec Marge affectées, s'il y en a.

11.2 Notification et versement du Solde de Résiliation

11.2.1 La Partie en charge des calculs notifiera à l'autre dans les meilleurs délais le montant du Solde de Résiliation ainsi que le détail des calculs ayant permis de le déterminer. Ces calculs seront définitifs dès leur notification et, en l'absence d'erreur manifeste, ne pourront pas être contestés.

11.2.2 La Partie redevable du Solde de Résiliation procédera au versement correspondant à l'autre Partie dans les trois Jours Ouvrés à compter de la réception de la notification visée à l'article 11.2.1. Toutefois, dans l'hypothèse où un tel versement serait, suite à la survenance d'un Cas de Défaillance, dû par la Partie Non Défaillante à la Partie Défaillante, la Partie Non Défaillante est irrévocablement autorisée à le compenser avec tout montant qui lui serait dû par la Partie Défaillante à quelque titre que ce soit.

11.2.3 En cas de retard de versement du Solde de Résiliation, le montant concerné sera majoré des Intérêts de Retard afférents, qui seront dus de plein droit et sans mise en demeure préalable et seront calculés de la Date de Résiliation (incluse) jusqu'à la date du paiement effectif du Solde de Résiliation (exclue).

Article 12 – divers

12.1 Notifications

Toute notification effectuée en vertu de la Convention devra être faite par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les Parties et prendra effet à la date de sa réception. Les notifications seront faites selon les indications fournies à l'annexe 1 B.

12.2 Paiement dans une monnaie autre que celle prévue

Dans le cas où pour une raison quelconque, un paiement est effectué dans une monnaie autre que la Devise prévue pour une Pension et s'il y a une différence entre ce montant converti dans cette Devise et le montant en cette Devise que prévoyait ladite Pension, la Partie débitrice devra, à titre d'obligation indépendante, indemniser à première demande et sans pouvoir soulever d'exception, l'autre Partie de tous frais et pertes qui en résulteraient.

12.3 Non renonciation

Le non exercice ou l'exercice tardif par une Partie de tout droit, pouvoir ou privilège découlant de la Convention ne constitue pas une renonciation au droit, pouvoir ou privilège en cause.

12.4 Cession à un tiers

La Convention, toute Pension ou l'un quelconque des droits ou obligations en découlant pour une Partie ne pourront être transférés ou cédés sans l'accord préalable de l'autre Partie.

12.5 Frais et débours

La résiliation des Pensions ouvre droit, pour la seule Partie Non Défaillante, au remboursement des frais et débours engagés, y compris de procédure judiciaire, le cas échéant, qu'elle aurait subis du fait de la survenance d'un Cas de Défaillance et qu'elle serait en mesure de justifier.

Article 13 – durée de la convention

13.1 La Convention est conclue pour une durée indéterminée. Elle pourra être dénoncée à tout moment, par lettre recommandée avec accusé de réception ; ladite dénonciation prenant effet à l'expiration d'un délai de cinq Jours Ouvrés suivant sa réception.

13.2 La Convention continuera toutefois à régir les rapports entre les Parties pour toutes les Pensions conclues avant la prise d'effet de ladite dénonciation.

Article 14 – renonciation aux immunités

La Convention est de nature commerciale. Les Parties renoncent irrévocablement à toute immunité de Juridiction ou d'exécution dont elles

pourraient bénéficier tant pour elles-mêmes que sur leurs biens présents ou futurs.

Article 15 – loi applicable, attribution de compétence

15.1 La Convention est soumise au droit français. En cas de traduction seule la version signée fera foi.

15.2 Tout litige, relatif notamment à sa validité, son interprétation ou son exécution, sera soumis à la compétence des juridictions du ressort de la Cour d'Appel de Paris.

Annexe 1

PARAMÈTRES ET DISPOSITIONS TECHNIQUES APPLICABLES À LA CONVENTION

A – PARAMÈTRES FINANCIERS

Agent de Calcul : La Banque de France

(cf. définition et art. 7)

Place financière pour la détermination des Jours Ouvrés : Paris

(cf. définition *Jour Ouvré*)

Date de Valorisation : Chaque jour ouvré à Paris

(cf. définition et art. 7)

Devise de Référence : Le franc français

(cf. définition, art. 7 et 11)

Taux de Référence : Le TMP

(cf. définition *Valeur de la Marge*)

Taux de Retard : Le taux le plus élevé consenti par la Banque de France pour l'alimentation en liquidités du destinataire du paiement fait avec retard.

(cf. définition *Intérêts de Retard*)

Seuil de déclenchement

des ajustements de Marge (cf. Annexe I. C) :

Le seuil de déclenchement sera indiqué pour les pensions qui donneront lieu à constitution ou rétrocession d'une marge par accord exprès entre la Banque de France et ses contreparties.

B – PARAMÈTRES ADMINISTRATIFS

Paramètres administratifs concernant Partie A

Adresse à laquelle les notifications doivent être faites : (à défaut d'indication, le siège social)

Service concerné : (à défaut d'indication, le siège social)

N° de télex : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de télécopie : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de téléphone : (à défaut d'indication, celui du siège social)

Nom des personnes habilitées à conclure des Pensions : (à défaut d'indication, le mandataire social)

Nom du responsable hiérarchique : (facultatif)

Paramètres administratifs concernant Partie B

Adresse à laquelle les notifications doivent être faites : (à défaut d'indication, le siège social)

Service concerné : (à défaut d'indication, le siège social)

N° de télex : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de télécopie : (à défaut d'indication, celui du siège social)

N° de téléphone : (à défaut d'indication, celui du siège social)

Nom des personnes habilitées à conclure des Pensions : (à défaut d'indication, le mandataire social)

Nom du responsable hiérarchique : (facultatif)

C – DISPOSITIONS RELATIVES À LA GESTION DES MARGES

C. 1 Détermination de l'Écart de Valeur d'une Pension avec Marge et du Solde net de chaque Partie

C. 1.1 À chaque Date de Valorisation, l'Agent de Calcul déterminera, pour chaque Pension avec Marge en cours à cette date, la différence, positive ou négative, entre :

(a) la Valeur des Titres mis en pension, ajustée de la Marge Initiale de Sécurité (si elle existe) ; et

(b) le Prix de Cession desdits Titres majoré des intérêts courus afférents, calculés au Taux de la Pension depuis la Date de Cession (incluse) jusqu'à la Date de Valorisation considérée (exclue).

C. 1.2 Une fois cette différence déterminée, l'Agent de Calcul calculera pour chaque Partie l'Écart de Valeur de chaque Pension avec Marge en cours, lequel sera égal :

– pour toute Pension pour laquelle la Partie concernée est cédant, à la différence entre les deux montants visés ci-dessus, et de même signe que celle-ci ;

– pour toute Pension pour laquelle la Partie concernée est cessionnaire, à la différence entre les deux montants visés ci-dessus, mais de signe opposé.

C. 1.3 Une fois l'Écart de Valeur de chaque Pension avec Marge déterminé, l'Agent de Calcul déterminera le solde net des Écarts de Valeur de chaque Partie (ci-après le « Solde Net »), lequel sera égal à la somme algébrique des Écarts de Valeur de cette Partie pour chacune des Pensions avec Marge en cours. À cet effet, tout Écart de Valeur exprimé dans une Devise autre que la Devise de Référence sera converti dans cette Devise à la Date de Valorisation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour l'Agent de Calcul à 12 h 00 à cette date.

C. 2 Constitution ou rétrocession de Marge en fonction du Solde Net

C. 2.1 À chaque Date de Valorisation, L'Agent de Calcul demandera à la Partie ayant un Solde Net de signe négatif de constituer en faveur de la Partie ayant un Solde Net de signe positif une

Marge d'une valeur égale à ce Solde Net, sous réserve des dispositions des articles B. 2 et C.

C. 2.2 Si, à une Date de Valorisation quelconque, une Marge a déjà été constituée par une Partie en faveur de l'autre, l'Agent de Calcul comparera à cette date la Valeur de la Marge et le Solde Net, et :

(a) si la Marge a été constituée chez la Partie ayant un Solde Net de signe positif et si la Valeur de la Marge est inférieure à ce Solde Net, l'Agent de calcul demandera à la Partie au Solde Net négatif de constituer une Marge complémentaire d'une Valeur égale à la différence. Si par contre la Valeur de la Marge est supérieure à ce Solde Net, l'Agent de Calcul demandera à la Partie au Solde Net positif de rétrocéder l'excédent de la Marge (telle que constatée à la Date de Valorisation concernée) sur le Solde Net ;

(b) si la Marge a été constituée chez la Partie ayant un Solde Net de signe négatif, l'Agent de Calcul demandera à cette Partie de rétrocéder cette Marge en totalité et de constituer en faveur de la Partie au Solde Net de signe positif une Marge nouvelle d'une Valeur égale à ce Solde Net.

C. 2.3 La Partie en faveur de qui doit être constituée ou rétrocédée une Marge à une date donnée pourra accepter, sur notification adressée à la Partie devant procéder à ladite constitution ou rétrocession, de réduire la Valeur de la Marge à constituer ou à rétrocéder à ladite date.

C. 2.4 Toute constitution ou rétrocession de Marge notifiée par l'Agent de Calcul relativement à une Date de Valorisation considérée interviendra le Jour Ouvré suivant.

C. 3 Seuil de déclenchement des constitutions et rétrocessions de Marge

C. 3.1 Une constitution ou rétrocession de Marge n'interviendra à une Date de Valorisation considérée que pour autant que la Valeur de la Marge ainsi constituée ou rétrocédée dépasse le Seuil de Déclenchement, tel que défini ci-dessus, et sera alors faite pour la totalité de son montant, sans franchise. Toutefois, si la Marge est seulement constituée de Titres, l'ajustement de Marge sera d'une Valeur arrondie à la quantité de Titres immédiatement inférieure. Dans le cas prévu à l'article C. 2.2 b, le Seuil de Déclenchement s'apprécie par rapport au total de la rétrocession et de la constitution de Marge.

C.3.2 Les dispositions qui précèdent ne s'appliquent pas à la rétrocession totale de la Marge survenant à la fin de la dernière des Pensions en cours entre les Parties.

D – AUTRES MODIFICATIONS À LA CONVENTION

Article 2 – définitions

« Devise » : le franc et l'Écu.

Article 5 – conclusion des pensions

5.2 La conclusion de chaque pension pourra être suivie d'un échange de confirmations par lettre, télex, télécopie ou toute transmission télématique présentant un degré suffisant de fiabilité pour les parties (le reste sans changement).

Article 7 – appels et gestion des marges

7.1 Sauf s'il en est disposé autrement lors de leur conclusion, les pensions conclues avec la Banque de France ne donneront pas lieu à constitution ou, le cas échéant, à la rétrocession d'une marge.

S'il est disposé lors de la conclusion de la pension qu'elle donnera lieu constitution de marge, la marge ainsi constituée pourra s'appliquer à l'ensemble des pensions, que celles-ci soient ou non des pensions avec marge.

Article 8 – retard de paiement ou de livraison

8.1.1 Au cas où le cessionnaire ne serait pas en mesure de payer le prix de cession, la pension sera annulée sans que cette annulation n'entraîne nécessairement la résiliation des autres pensions conclues entre la Banque de France et le cessionnaire défaillant.

8.1.2 Au cas où le cédant ne serait pas en mesure de livrer les bons du Trésor ou autres titres admissibles aux interventions de la Banque de France mis en pension, la pension sera annulée, sans que cette annulation n'entraîne nécessairement la résiliation des autres pensions conclues entre la Banque de France et le cédant.

Au cas où le cédant serait en mesure de procéder à une livraison partielle de bons du Trésor ou autres titres admissibles aux interventions de la Banque de France, le prix de cession pourra être recalculé à due concurrence des bons du Trésor ou autres titres admissibles aux interventions de la Banque de France, effectivement livrés.

Article 9 – déclarations

Les déclarations visées à l'article 9 sont sans objet pour la Banque de France.

Article 10 – résiliation des opérations de pension

10.1.1.1 Constitue un cas de défaillance l'inexécution d'une quelconque disposition de la présente convention (relative à un paiement, une livraison ou autre), dès notification de l'inexécution par la Banque de France.

10.2.1.1 Cette disposition ne saurait être invoquée à l'encontre de la Banque de France.

Les articles, paragraphes et alinéas non modifiés s'appliquent sans changement.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DU SOLDE DE RÉSILIATION

	$RB_{pc} > 0$	$RB_{pc} < 0$
PAS DE MARGE CONSTITUÉE	$SR = RB_{pc}$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$SR = |RB_{pc}|$ SR dû par la Partie en charge des calculs
MARGE CONSTITUÉE CHEZ LA PARTIE EN CHARGE DES CALCULS	$M < RB_{pc}$ $SR = RB_{pc} - M$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$SR = |RB_{pc}| + M$ SR dû par la Partie en charge des calculs
	$M > RB_{pc}$ $SR = M - RB_{pc}$ SR dû par la Partie en charge des calculs	
MARGE CONSTITUÉE CHEZ LA PARTIE DÉFAILLANTE OU AFFECTÉE	$SR = RB_{pc} + M$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée	$M < |RB_{pc}|$ $SR = |RB_{pc}| - M$ SR dû par la Partie en charge des calculs
		$M > |RB_{pc}|$ $SR = M - |RB_{pc}|$ SR dû par la Partie Défaillante ou Affectée

Partie en charge des calculs :

Partie Non Défaillante ou Partie Non Affectée, selon le cas

 RB_{pc} :

Risque Brut de la Partie en charge des calculs

$$RB_{pc} = \Sigma \text{Écarts de Valeur positifs de cette Partie et des Montants Dus par l'autre Partie} - \Sigma \text{Écarts de Valeur négatifs de cette Partie et des Montants Dus par elle}$$
M :

Marge constituée, telle que valorisée à la Date de Résiliation

SR :

Solde de Résiliation

ANNEXE I.B.
à l'instruction n° 2-95

**CONVENTION CONCERNANT LES
MOBILISATIONS GLOBALES DE
CRÉANCES PRIVÉES**

Entre la Banque de France, institution régie par la loi n° 93-980 du 4 août 1993, au capital de 3 000 000 000 de francs, dont le siège est 1 rue de la Vrillière à Paris, 1^{er} arrondissement, représentée par M. J.-P. Redouin, directeur général du Crédit,

et

(dénomination sociale et lieu du siège social)

représenté par M.

(représentant légal ou mandataire habilité)

il est convenu ce qui suit :

La Banque de France prend en garantie, selon des modalités définies dans ses avis, des billets de mobilisation globale souscrits par les établissements de crédit et correspondant à certains types de crédits dont l'échéance résiduelle n'excède pas deux ans, consentis par ceux-ci.

Le montant et la durée de ces billets sont déterminés lors de l'annonce de l'opération de prêt garanti proposée par la direction des Marchés de capitaux. Les billets de mobilisation font référence à la loi modifiée n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises.

Les souscripteurs des billets de mobilisation s'engagent à céder dans les conditions prévues par la présente convention, pour le montant desdits billets, en propriété, à titre de garantie, sans stipulation de prix, les créances dont ils sont titulaires du chef des crédits consentis aux entreprises et répondant aux caractéristiques fixées par la Banque.

Les établissements de crédit fournissent à la Banque de France, deux fois par mois, à la date d'établissement de la situation mensuelle et au premier jour ouvré suivant le 10 du mois, une déclaration mentionnant le montant total de leur portefeuille de crédits visés ci-dessus.

À première demande de la Banque, les cessions de créances donneront lieu aux diligences suivantes :

– les bordereaux intitulés « acte de cession de créances financières » constatant au profit de la Banque de France la cession des créances précitées sont établis par le cédant, conformément au modèle joint à la présente convention, pour un montant égal à celui des billets globaux pris en garantie ; le cédant reçoit mandat de la Banque de France de dater les bordereaux et d'identifier les créances cédées selon les modalités déterminées d'un commun accord ;

– les bordereaux susvisés concernant les créances cédées et, le cas échéant, les effets primaires représentatifs des crédits consentis sont tenus à la disposition de la Banque de France ainsi qu'il est indiqué ci-après.

Les bordereaux en cause et, le cas échéant, les effets primaires endossés en blanc ou à son ordre sont remis à la Banque de France contre simple reçu et sans aucune formalité aux fins, notamment, d'exercer les droits que les porteurs d'effets de mobilisation tiennent de la loi susvisée du 2 janvier 1981.

La Banque de France se réserve le droit d'interdire, à tout moment, au débiteur cédé de payer entre les mains de l'établissement de crédit cédant.

Les cessions de créances ainsi consenties à titre de propriété sont effectuées pour la durée des opérations de mobilisation, c'est-à-dire, jusqu'à l'échéance du prêt.

En conséquence, les parties conviennent que :

– d'une part, les créances cédées doivent venir à échéance au plus tôt au dénouement de l'opération de mobilisation. Au cas où ces créances deviendraient exigibles par anticipation, pour quelque motif que ce soit, ou encore si le débiteur cédé était soumis à une procédure de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire, le cédant s'engage à leur substituer des créances pour un montant au moins égal qui, par convention expresse, seront subrogées aux créances exigibles ; en outre, la Banque de France donne mandat à l'établissement de crédit à l'effet de recouvrer les créances exigibles et d'en encaisser le montant comme aussi de faire toutes productions ou déclarations aux procédures

collectives de concours et plus généralement d'intenter toutes voies d'exécution ;

– d'autre part, les créances reviendront rétroactivement au cédant par l'effet d'une condition résolutoire pour leur valeur nominale, en cas de dénouement de l'opération de mobilisation.

Le cédant s'engage à ne pas céder en propriété ou en gage à un tiers les créances transmises à la Banque de France à l'aide des bordereaux ainsi que les effets primaires qui auraient été créés en représentation des créances en cause.

La Banque peut, à tout moment, mettre en remboursement tout billet global de mobilisation.

L'établissement de crédit contractant autorise la Banque de France à débiter son compte n° du montant des billets qu'il a émis dans le cadre de la présente convention, à leur date d'échéance ou à celle à laquelle ils seront mis en remboursement.

La présente convention entre en vigueur le ; elle est conclue sans limitation de durée.

Acte de cession de créances financières

(Loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 modifiée – article 9)

Établissement cédant	Bénéficiaire
Raison sociale :	Banque de France
Siège social :	
Code Banque :	

Le présent acte, établi à l'ordre de la Banque de France, intervient dans le cadre de la loi susvisée du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises et de la convention conclue à cet effet, à laquelle l'établissement de crédit soussigné déclare expressément se référer.

– Montant des créances cédées en propriété et désignées ci-après ou sur un document annexe.

F

Signature du cédant Date de la cession ¹

¹ Conformément à la convention, la date est apposée par le cédant.

ANNEXE II.
à l'instruction n° 2-95

CONTRÔLE DES SOUMISSIONS AUX APPELS D'OFFRES DE LA BANQUE DE FRANCE

1. Soumissions contre créances privées mobilisables

– Les établissements remettent deux fois par mois au service des Marchés de la direction des Marchés de capitaux une déclaration indiquant la valeur globale des créances privées éligibles aux opérations de prêts garantis effectuées avec la Banque de France.

– La Banque de France vérifie que le montant des soumissions présentées à un appel d'offres par un établissement n'excède pas son stock disponible (stock initial diminué des encours affectés aux opérations conclues précédemment).

2. Soumissions contre bons du Trésor, bons à moyen terme négociables et billets de trésorerie

2.1. Bons du Trésor en francs et en écus

L'établissement adresse à la direction des Marchés de capitaux ² (DMC), à midi le jour du lancement d'un appel d'offres (à 11 heures dans le cas d'une opération valeur-jour), une déclaration signée ³ indiquant son encours de bons livrables le jour de mise en place de la pension. Cet encours exprimé en valeur nominale comprend, à cette date de valeur, outre les bons éventuellement détenus en position (net des achats et ventes), le montant net des opérations de cessions temporaires mises en place ou à échoir (pensions et prêts/emprunts de titres). Il s'agit de l'ensemble des opérations déjà conclues et notifiées au système Saturne au moment de l'envoi de la déclaration (cf. modèle fourni en annexe).

Une fois connus les résultats de l'appel d'offres, rien ne s'oppose à ce qu'un établissement prélève sur son portefeuille, à la date de mise en place de la pension, les bons non destinés à être livrés à la Banque de France.

² Envoi à la DMC – Secrétariat – par télécopie n° 42 92 26 95

³ Des déclarations distinctes doivent être effectuées pour les titres en francs et ceux en écus.

La cellule de contrôle de la direction des Marchés de capitaux est habilitée à requérir auprès du service gestionnaire du système Saturne toute information utile en vue d'assurer des vérifications *a posteriori* de l'exactitude des déclarations d'encours de bons livrables.

Dans le cas où le montant de la soumission excède notablement l'encours de bons livrables observé sur le compte, l'établissement ne sera pas autorisé à soumissionner (contre bons du Trésor en francs ou en écus) aux deux appels d'offres suivants. Pour tenir compte d'éventuels défauts de livraison, des difficultés d'ajustement sur des tombées et des mises en place d'opérations de pension ou d'opérations ferme valeur-jour, on considérera qu'il y a dépassement manifeste lorsque la soumission excédera 1,1 fois l'encours de bons livrables.

Précisions

– Les opérations de cession temporaire de titres sont prises en compte sans considération d'un éventuel préavis. En conséquence, les titres faisant l'objet de pensions livrées à préavis peuvent être retenus dans l'encours déclaré par le cessionnaire mais sont en revanche à exclure de l'encours déclaré par le cédant.

– Le calcul de l'encours déclaré de titres livrables est effectué sur le compte global indiqué par l'établissement soumissionnaire (compte propre et sous-comptes). Il ne s'agit ici que d'une base de calcul qui ne préjuge en rien les facultés d'emprunt

qui existent entre le titulaire d'un compte propre et les titulaires des sous-comptes. En cas d'insuffisance de provision constatée sur le compte propre de l'établissement soumissionnaire lors de la mise en place de la pension, la Banque de France réduira le montant de celle-ci à hauteur des titres effectivement livrés.

– En ce qui concerne les établissements de crédit résidents qui soumissionnent aux appels d'offres par l'intermédiaire d'un OPM sans se faire connaître de la Banque de France, la déclaration sera effectuée par l'OPM, sur la base de son seul compte-titres. C'est donc à ce dernier de s'assurer qu'il disposera bien de la provision titres correspondant à sa soumission, ce qui signifie concrètement que l'OPM conviendra avec ses clients d'un moyen pour que ces derniers procèdent à une cession temporaire de leurs titres en sa faveur, à la date de mise en place de la pension.

– Il appartient aux établissements de crédit, OPM ou non, de porter ces dispositions à la connaissance de leurs clients.

2.2. Bons à moyen terme négociables et billets de trésorerie

La Banque de France se réserve la possibilité de mettre en place, à tout moment, la procédure déclarative décrite ci-dessus pour les soumissions contre bons à moyen terme négociables et billets de trésorerie.

ÉTABLISSEMENT X

DIRECTION GÉNÉRALE DU CRÉDIT
DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

Justification de soumission à l'appel d'offres du 9/02 au 16/02 lancé le 8/02

A) Position détenue le 8/02 au soir	2 000 MF
Achats valeur 9/02	+ 700 MF
Ventes valeur 9/02	- 200 MF

TOTAL 1	2 500 MF
B) Solde des opérations de cession temporaire de titres	
Mise en place d'opérations valeur 9/02	
titres empruntés ou pris en pension	+ 800 MF
titres prêtés ou mis en pension	- 200 MF

Sous-total B 1	600 MF
Arrivée à échéance d'opérations valeur 9/02	
titres prêtés ou mis en pension	+ 2 100 MF
(<i>dont Banque de France : 1 700</i>)	
titres empruntés ou pris en pension	- 200 MF

Sous-total B 2	1 900 MF

TOTAL 2 (B 1 + B 2)	2 500 MF
ENCOURS LIVRABLE AU 9/02	5 000 MF
(1 + 2)	

Signature accréditée :

EXEMPLE DE RÉPONSES AUX APPELS D'OFFRES

1. Appels d'offres contre créances privées, billets de trésorerie et BMTN CT₃¹

DEMANDES EXPRIMEES					
TAUX	5 1/4	5 3/8	5 1/2	5 5/8	5 3/4
OPM A	600	500	1 400	300	100
OPM B	700	600	500	1 400	300
TOTAL DES DEMANDES	1 300	1 100	1 900	1 700	400
CUMUL DES DEMANDES	6 400	5 100	4 000	2 100	400

Taux choisi : 5 1/2 %

Quantité de monnaie centrale que la Banque de France souhaite octroyer : 1 000

La Banque de France retiendra 25 % des demandes reçues au taux de 5 1/2 % et aux taux supérieurs.

2. Appels d'offres contre bons du Trésor

DEMANDES EXPRIMEES					
TAUX	5 1/4	5 3/8	5 1/2	5 5/8	5 3/4
OPM A	500	300	1 500	400	200
OPM B	600	500	1 400	300	200
TOTAL DES DEMANDES	1 100	800	2 900	700	400
CUMUL DES DEMANDES	5 900	4 800	4 000	1 100	400

Taux choisi : 5 1/2 %

Quantité de monnaie centrale que la Banque de France souhaite octroyer : 400

La Banque de France retiendra 10 % des demandes reçues au taux de 5 1/2 % et aux taux supérieurs.

¹ D'une durée résiduelle de deux ans au plus à la date de mise en place des opérations.

ANNEXE V.
à l'instruction n° 2-95

DÉCLARATION D'ENCOURS DE CRÉDITS COTÉS « 3 »
(sur papier à « en-tête » de l'établissement de crédit)

– Date de référence :

– Code interbancaire :

– Nom de l'établissement ou sigle :

– Adresse :

– Nom et n° de téléphone de la personne à joindre :

– Montants en millions de francs, avec 2 décimales :
(à l'exclusion des crédits en devises)

1. Crédits à court terme (durée initiale \leq 1 an) :

2. Autres crédits d'une durée résiduelle
inférieure à 2 ans :

TOTAL

Date et signature d'un mandataire,

**ANNEXE VI.
A L'INSTRUCTION N° 2-95**

SECRETARIAT GÉNÉRAL
DIRECTION DES TITRES
Service des Adjudications de titres
et de Gestion des TCN

**TRAITEMENT DES OPÉRATIONS DE
PENSION LIVRÉE DE
LA BANQUE DE FRANCE
DANS LE SYSTÈME SATURNE**

Les pensions contre bons du Trésor (en francs ou en écus), billets de trésorerie ou bons à moyen terme négociables consenties par la Banque de France s'effectuent dans le cadre du système de règlement-livraison Saturne conformément aux modalités fixées pour les titres dématérialisés par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994 pris en application de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993.

1. Mise en place d'une pension

Les établissements bénéficiaires d'une pension adressent au système Saturne, dans les conditions décrites ci-dessous, les instructions indiquant les titres livrés à la Banque de France.

Les pensions sont traitées distinctement par types de support (bons du Trésor en francs, bons du Trésor en écus, billets de trésorerie et BMTN) et sont repérées par des références spécifiques. Pour chaque type de support, plusieurs lignes de titres peuvent faire l'objet d'une livraison dans le cadre de la même pension ; en revanche aucune substitution entre les différents supports n'est possible.

1.1. Pension sur appel d'offres

La direction des Marchés de capitaux (DMC) transmet à Saturne les caractéristiques de l'appel d'offres (date de valeur, date d'échéance, taux, références) dès le lancement de celui-ci soit, en règle générale, le matin du jour précédant la date de valeur. Ces caractéristiques sont déposées dans les boîtes aux lettres électroniques des établissements reliés par télétransmission et doivent avoir été réceptionnées sur la station de l'adhérent préalablement à toute saisie d'instruction de livraison.

1.2. Pensions négociées avec la DMC

Pour les pensions négociées, la DMC transmet à Saturne et à chaque établissement concerné les caractéristiques de l'opération : bénéficiaire, date de valeur, date d'échéance, taux, montant attribué, montant à l'échéance, référence.

2. Instruction de livraison des titres

Chaque bénéficiaire d'une pension transmet à Saturne les instructions indiquant la nature et le montant des titres livrés à la Banque de France. Pour les pensions sur appel d'offres, ces instructions doivent parvenir au système au plus tard à 9 h 15 le jour de valeur dans le cas général et au plus tard à 14 h 30 pour les appels d'offres valeur jour. Pour les pensions négociées, les instructions doivent être transmises dès la négociation avec les opérateurs de la DMC et au plus tard à 17 h 00 le jour de valeur de l'opération.

Les établissements reliés par télétransmission utilisent l'écran de saisie correspondant qui génère, de façon transparente pour l'utilisateur, l'envoi de « n » (n = nombre de lignes de titres livrés à la Banque de France) notifications liées entre elles par une référence commune.

Pour les autres établissements, les instructions sont transmises à Saturne par télex ou au moyen d'un formulaire papier (cf. annexes I et II) et saisies par le service gestionnaire de Saturne.

3. Traitement des opérations en Saturne

Le traitement en Saturne des opérations de pension de la DMC comprend les étapes suivantes :

- rapprochement de l'instruction de livraison des titres transmise par l'établissement et du fichier des mouvements espèces communiqué par la DMC ;
- s'agissant des bons du Trésor, valorisation des titres mis en pension à partir des taux de référence publiés par la Banque de France et application de

quotités prédéterminées¹. Le montant obtenu de la sorte doit être au moins égal au montant espèces accordé augmenté des intérêts à l'échéance. L'évaluation des autres catégories de support s'effectue par application de quotités prédéterminées au montant nominal des titres mis en pension ;

– contrôle de provision sur le compte propre de l'établissement livrant les titres ;

– si les contrôles de provision sont satisfaits sur chacune des lignes : livraison des titres sur un compte spécifique de la Banque de France et préparation du mouvement espèces à destination du service des Comptes courants (porté au compte de l'établissement en une seule ligne).

Si l'un des contrôles effectués lors du traitement de la pension, valorisation ou provision titres, n'est pas satisfait, la DMC conserve la maîtrise de l'opération. En particulier, il n'y a pas de crédit partiel automatique au compte espèces du bénéficiaire et l'ensemble du mouvement est bloqué. La DMC est alors avisée et prend contact avec l'établissement concerné afin d'examiner la possibilité de mettre en œuvre l'une des quatre solutions suivantes :

– le montant espèces est inchangé : si le contrôle n'est pas satisfait en raison d'une valorisation trop faible, le bénéficiaire complète ses livraisons à hauteur de la différence constatée ; s'il s'agit d'un défaut de provision, il annule la (les) ligne (s) sur la (les) quelle (s) il y a insuffisance et crée une ou plusieurs nouvelles lignes, sans avoir à ressaisir toutes les instructions initialement transmises ;

– le montant espèces initial est réduit à concurrence de l'insuffisance de couverture : la DMC transmet à Saturne le nouveau montant et le bénéficiaire annule la (les) ligne (s) concernée (s) s'il s'agit d'un défaut de provision ;

– le montant espèces initial est modifié et de nouveaux titres sont apportés : la procédure est la même que dans le cas précédent avec, en plus, création de nouvelles lignes ;

– la pension est annulée en totalité (au plus tôt après le chaînage de 11 h 30 en ce qui concerne les appels d'offres).

Nota bene :

1) Les titres disponibles lors d'un traitement des pensions DMC ne sont pas bloqués au compte de l'établissement. Si en raison d'un contrôle non satisfait, la pension n'est pas dénouée lors de ce traitement, les titres en question sont alors susceptibles d'être livrés pour toute autre opération avec une contrepartie quelconque à l'occasion du prochain chaînage.

2) Une pension sur titres en écus peut être annulée et contre-passée par la Banque de France s'il s'avère que les titres livrés ont été acquis avec même date de valeur au moyen d'un préavis de fond qui n'a pas été honoré.

4. Substitution

Après accord de la DMC, un établissement peut remplacer une (ou plusieurs) ligne (s) de titres ayant été livrée (s) à l'occasion d'une pension sur appel d'offres ou d'une pension négociée. Cette procédure doit concerner le même type de support et ne peut être utilisée au plus tôt que le lendemain du jour de valeur de la pension.

Le demandeur utilise l'opération « Substitution de titres en pension » (code 22) qui lui permet de notifier à Saturne la catégorie de titres qu'il souhaite récupérer et celle qu'il livre en contrepartie. Cette opération doit faire l'objet d'une double notification, l'une de l'établissement demandeur et l'autre de la DMC.

La substitution ne peut être effectuée que pour une seule ligne de titres (dans les deux sens) à la fois. Si plusieurs lignes de titres doivent être changées, l'opération nécessite autant de doubles notifications que de lignes. La substitution est affectée d'une échéance identique à celle de la pension sous-jacente.

La tarification d'une opération de substitution repose sur la conjonction des deux éléments suivants :

– le coût d'une notification Saturne selon le tarif de droit commun en vigueur ;

– un prélèvement opéré selon un barème fixé par la DMC.

¹ Pour les bons en écus, la contre-valeur en francs des titres est calculée à partir du cours indicatif publié par la Banque de France, la veille du jour de l'opération dans le cas des pensions négociées ou l'avant veille, dans le cas des pensions sur appels d'offres.

5. Modification/annulation

Dans l'hypothèse où, à la suite d'une insuffisance de provision, l'instruction initiale du bénéficiaire doit être modifiée, il convient d'utiliser les règles communes à toutes les opérations Saturne :

– envoi d'une notification d'annulation classique ; le numéro de la notification d'origine à annuler correspond alors au numéro de référence de la pension en suspens pour le titre concerné ; le bénéficiaire doit envoyer autant d'instructions d'annulation qu'il y a de catégories ou d'échéances à modifier ;

– envoi d'une (ou plusieurs) autre (s) notification (s) indiquant les titres nouvellement livrés.

6. Traitement à l'échéance des pensions

À l'échéance des opérations de pension, Saturne effectue automatiquement les mouvements titres et espèces de sens inverse (y compris le paiement des intérêts).

7. Modalités pratiques de transmission des instructions

Pour les établissements reliés par télétransmission, la saisie s'opère à partir d'un écran de saisie unique (code opération 30 pour les pensions sur appel d'offres et 40 pour les pensions négociées) qui génère, de façon transparente pour l'utilisateur, la transmission de « n » notifications liées entre elles par une référence commune. Le code opération 22 permet la saisie des instructions nécessaires à la réalisation d'une substitution. Enfin, les annulations de notifications déjà transmises requièrent l'usage du code 19 (pour plus d'informations se rapporter au manuel opérateur Saturne).

Pour les autres établissements, les mêmes instructions sont transmises à Saturne par télex ou bordereau papier (cf. annexes I et II) et saisies par le service gestionnaire.

Modèles de telex pour les opérations de pension livrées avec la DMC**– Pension sur appel d'offres****Clé télégraphique** : (calculée sur la date du jour et le code opération)**Code de l'opération** : 030**Nom émetteur – n° compte titres** (7 caractères)**Nom de la contrepartie** : compte BDF 0035**Référence** :**Date de valeur de l'opération** :**Date d'échéance de la pension** :**Taux de la pension** :**Numéro d'envoi titre 1** :**Catégorie et date d'échéance des titres** :**Montant nominal** : (14 positions maximum, pas de décimales)**Numéro d'envoi titre 2** :**Catégorie et date d'échéance des titres** :**Montant nominal** : (14 positions maximum, pas de décimales), etc.**– Pension négociée****Clé télégraphique** : (calculée sur la date du jour et le code opération)**Code de l'opération** : 040**Nom émetteur – n° compte titres** (7 caractères)**Nom de la contrepartie** : compte BDF 0035**Référence** :**Date de valeur de l'opération** :**Date d'échéance de la pension** :**Taux de la pension** :**Numéro d'envoi titre 1** :**Catégorie et date d'échéance des titres** :**Montant nominal** : (14 positions maximum, pas de décimales)**Numéro d'envoi titre 2** :**Catégorie et date d'échéance des titres** :**Montant nominal** : (14 positions maximum — en francs — pas de décimales), etc.**– Substitution****Clé télégraphique** : (calculée sur la date du jour et le montant nominal des titres nouvellement livrés)**Numéro d'envoi** :**Nom émetteur – n° compte titres** : (7 ou 11 caractères)**Code de l'opération** : 022**Date de valeur de l'opération** :**Date d'échéance de la pension (sur appel d'offres ou négociée avec la BDF) à laquelle se rapporte l'opération de substitution** :**Nom de la contrepartie** : BDF – n° compte titres : 0035**Titres 1** : catégorie, date d'échéance et montant nominal des titres nouvellement livrés**Titres 2** : catégorie, date d'échéance et montant nominal des titres à récupérer**Base de calcul des intérêts** : (14 positions maximum — en francs — pas de décimales)**Taux de rémunération du prêt** :**Nom de l'établissement à créditer – numéro de compte titres** :**Collationnement** : (rappeler le nominal du titre 1)

Annexe 2

MISE EN PENSION DE TITRES À LA BANQUE DE FRANCE

Code opération	.....
Émetteur	Nom
	N° compte titres :
Compte titres pension de la Banque de France	.....
Référence de la pension	.....
Date de valeur de la pension	.....
Date d'échéance de la pension	.....

N° Envoi titre 1	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre 2	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre 3	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre ...	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre ...	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre ...	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre ...	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre ...	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

N° Envoi titre ...	.....
Catégorie	.....
Date d'échéance	.....
Taux	.....
Date de souscription	.....
Montant nominal	.....

ANNEXE VII.
A L'INSTRUCTION N° 2-95ÉVALUATION DE LA GARANTIE SUR BONS DU TRÉSOR
EN FRANCS ET EN ÉCUS

exemple de calcul

Pension sur appel d'offres lancée le 26 octobre valeur 27 octobre 1995 ; échéance de l'opération : 3 novembre 1995.

1^{er} cas : mise en pension de 100 millions de francs de BTF en francs échéance 7 décembre 1995

– *Taux retenu pour l'évaluation du bon* : 7,04 % (taux de référence du 25 octobre 1995, dernier jour ouvré précédant le lancement de l'appel d'offres)

– *Date retenue pour l'évaluation du bon* : date d'échéance de la pension, soit le 3 novembre 1995

– *Valeur actuelle des bons* : 99,34 millions de francs

– *Valeur retenue après application de la quotité retenue par la Banque* :

$$99,34 \times 99 \% = 98,34 \text{ millions de francs}$$

La pension accordée, augmentée des intérêts dus à l'échéance, ne pourra excéder ce montant.

2^e cas : mise en pension de 100 millions de francs de BTAN en écus échéance mars 1998 – coupon 7,25 %

– *Cours de change retenu pour l'évaluation du bon* : 6,4075 francs (sauf indication contraire, cours indicatif diffusé par la Banque de France la veille du jour de lancement de l'appel d'offres).

– *Taux retenu pour l'évaluation du bon* : 6,26 % (taux de référence du 25 octobre 1995, dernier jour ouvré précédant le lancement de l'appel d'offres)

– *Date retenue pour l'évaluation du bon* : date d'échéance de la pension, soit le 3 novembre 1995

– *Valeur actuelle des bons* : $106,66 \times 6,4075 = 683,424$ millions de francs.

– *Valeur retenue après application de la quotité retenue par la Banque* :

$$683,424 \times 96 \% = 656,087 \text{ millions de francs}$$

La pension accordée, augmentée des intérêts dus à l'échéance, ne pourra excéder ce montant.

Arrêté du Conseil général de la Banque de France, modifiant l'arrêté en date du 7 janvier 1993, relatif à l'extension du domaine couvert par le Fichier central des chèques à l'outre-mer

– en date du 14 décembre 1995

Vu la loi n° 91-1382 du 30 décembre 1991 relative à la sécurité des chèques et des cartes de paiement ;

Vu le décret n° 92-456 du 22 mai 1992 pris pour l'application du décret du 30 octobre 1935 modifié ;

Vu la délibération de la Commission nationale de l'Informatique et des Libertés n° 92-050 du 26 mai 1992 concernant une demande d'avis présentée par la Banque de France sur la modification du Fichier central des chèques ;

Vu l'arrêté du Conseil général de la Banque de France du 7 janvier 1993 relatif à la modification du traitement informatique du Fichier central des chèques ;

Vu la délibération de la Commission nationale de l'Informatique et des Libertés n° 95-120 du 17 octobre 1995 relative à la demande d'avis présentée par la Banque de France et concernant l'application de la législation sur la sécurité des chèques et des cartes de paiement ;

Le Conseil général de la Banque de France arrête :

Article premier :

L'article premier de l'arrêté du Conseil général du 7 janvier 1993 est ainsi complété :

Le Fichier central des chèques de la Banque de France a pour objet le traitement concernant, pour l'ensemble du territoire national (France métropolitaine, départements d'outre-mer, territoires d'outre-mer, collectivités territoriales à statut spécial de Saint-Pierre-et-Miquelon et de Mayotte) :

(La suite sans changement).

Nouvel alinéa :

La Banque de France transmet également quotidiennement au FICOM (Fichier des Comptes d'outre-mer), tenu par l'Institut d'émission d'outre-mer, les informations permettant d'identifier les comptes tenus par des établissements des territoires d'outre-mer et des collectivités

territoriales à statut spécial au nom des personnes ayant fait l'objet d'une déclaration dans le Fichier central des chèques, quelle que soit l'origine de la déclaration (France métropolitaine, DOM, TOM, CTSS).

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux d'appel d'offres

– en date du 7 décembre 1995

À l'issue du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 4,80 % à 4,70 %.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux d'appel d'offres

– en date du 15 décembre 1995

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France annonce qu'elle ramène de 4,70 % à 4,45 % le taux du prochain appel d'offres auquel elle procédera le lundi 18 décembre 1995.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux des prises en pension de 5 à 10 jours

– en date du 21 décembre 1995

À l'issue du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux des prises en pension de 5 à 10 jours de 6,10 % à 5,85 %.

Communiqué de la Banque de France, relatif au taux des pensions à 24 heures

– en date du 29 décembre 1995

La Banque de France offre des pensions à 24 heures en direct au taux de 4 11/16 %.

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

du 1^{er} au 31 décembre 1995

Comité de la réglementation bancaire

Lettre du secrétaire général du Comité de la réglementation bancaire, au président de l'Association française des établissements de crédit, relative à la comptabilisation des accords garantissant des planchers ou des plafonds de taux

– en date du 1^{er} décembre 1995

Certaines questions ayant été soulevées concernant la comptabilisation des accords qui garantissent des planchers ou des plafonds de taux, le président du Comité de la réglementation bancaire, agissant conformément aux dispositions de l'article 36 de la loi du 24 janvier 1984, a décidé de préciser le champ d'application du 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.

Je vous rappelle que ce texte prévoit que les contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises (« swaps ») peuvent être valorisés selon des modalités différentes de celles prévues par le règlement n° 88-02 du 22 février 1988 relatif à la comptabilisation des opérations sur instruments financiers à terme de taux d'intérêt.

En particulier, pour certaines opérations répondant à des conditions précises, les variations de valeur de marché d'un arrêté comptable à l'autre sont inscrites immédiatement en compte de résultat (articles 2.1.d et 4.4 du règlement n° 90-15).

En l'état actuel de la réglementation, cette possibilité n'est ouverte explicitement qu'aux contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises et aux accords de taux futurs auxquels ils sont assimilés.

Pour l'application du règlement n° 90-15, je vous précise qu'il y a lieu d'assimiler également à des contrats d'échange de taux d'intérêts les accords

qui garantissent des planchers ou des plafonds de taux (accords dits de CAPs, FLOORs et COLLARs). Ces contrats peuvent donc bénéficier du régime prévu par ce règlement dès lors qu'ils respectent les conditions énoncées par celui-ci.

Je vous serais obligé de communiquer cette lettre aux membres de votre Association.

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,25 % avril 2006 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 5 décembre 1995

Le jeudi 7 décembre 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant à la tranche désignée ci-après.

Le montant émis sera compris entre 12 milliards de francs et 14 milliards.

OAT 7,25 % avril 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1995. Coupon annuel : 145 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1995 au 26 décembre 1995, soit 97,06 francs par obligation.

Règlement des fonds et cotation le 26 décembre 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^e 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 décembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 8 décembre 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 7,25 % AVRIL 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
102,68	500 000 000	500 000 000	102,68
102,66	1 200 000 000	1 700 000 000	102,67
102,64	2 400 000 000	4 100 000 000	102,65
102,62	5 750 000 000	9 850 000 000	102,63
102,60	2 360 000 000	12 210 000 000	102,63
102,60	3 540 000 000	15 750 000 000	102,62
102,58	2 050 000 000	17 800 000 000	102,62
102,56	1 300 000 000	19 100 000 000	102,61
102,54	300 000 000	19 400 000 000	102,61
102,52	1 000 000 000	20 400 000 000	102,61
102,50	400 000 000	20 800 000 000	102,60
102,46	500 000 000	21 300 000 000	102,60
102,40	1 000 000 000	22 300 000 000	102,59
Prix limite retenu : 102,60 % (taux de rendement : 6,88 %) Demandes servies à ce prix limite : 40,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 102,63 % (taux de rendement : 6,88 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 2 novembre 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	15 560	12 210	- 3 350
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	7,29	6,88	- 0,41
– au prix moyen pondéré	7,29	6,88	- 0,41

– *Résultat global de l'adjudication
du 8 décembre 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 7 décembre 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 334 millions de francs pour les offres d'avant séance et 1 722 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 12 210 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 14 266 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 7,25 % avril 2006	12 210	334	1 722	14 266
Total	12 210	2 056		14 266

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67

**Journal officiel du 23 décembre 1995 –
Seuils de l'usure applicables
à compter du 1^{er} janvier 1996**

TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 4 ^e trimestre 1995	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} janvier 1996
CRÉDITS AUX PARTICULIERS		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe	9,28	12,37
– Prêts à taux variable.....	8,57	11,43
– Prêts relais.....	10,07	13,43
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	16,42	21,89
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs	14,37	19,16
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs	11,75	15,67
CRÉDITS AUX ENTREPRISES		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	12,17	16,23
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable.....	8,98	11,97
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	9,35	12,47
– Découverts en compte (a).....	12,07	16,09
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	11,71	15,61
<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 d'octobre 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 de la Conjoncture</p>		

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DES 4 ET 5 DÉCEMBRE 1995

– Arrêté du 4 décembre 1995 fixant les modalités de la privatisation de Pechiney.

– Arrêté du 4 décembre 1995 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % 16 juillet 1997 remis en paiement des actions de Pechiney cédées par l'État par offre publique de vente du 5 décembre 1995.

– Avis de la Commission de la privatisation du 9 novembre 1995 relatif à la valeur minimum de Pechiney.

– Avis de la Commission de la privatisation du 31 octobre 1995 relatif à la détermination de parités d'échange en vue de la privatisation de Pechiney.

JO DES 11 ET 12 DÉCEMBRE 1995

– Arrêté du 11 décembre 1995 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 décembre 1996 pour les obligations de l'État à taux révisable de décembre 1997 TRA (code Sicovam n° 10 192).

JO DU 13 DÉCEMBRE 1995

– Décret n° 95-1279 du 12 décembre 1995 portant abrogation des dispositions du décret n° 86-153 du 30 janvier 1986 relatif à la Banque française du commerce extérieur.

– Décret n° 95-1280 du 12 décembre 1995 autorisant le transfert au secteur privé de la Banque française du commerce extérieur.

– Circulaire du 28 septembre 1995 portant application du décret n° 95-660 du 9 mai 1995 relatif à la procédure de traitement des situations de surendettement des particuliers, pris en application du titre III du livre III du code de la consommation.

– Avis relatif à la privatisation de gré à gré de la Banque française du commerce extérieur.

JO DU 21 DÉCEMBRE 1995

– Décret n° 95-1306 du 20 décembre 1995 autorisant le Crédit lyonnais SA à faire procéder au transfert au secteur privé du Crédit lyonnais

Bank Nederland NV, filiale du Crédit lyonnais Benelux BV.

– Avis de la Commission de la privatisation du 13 décembre 1995 relatif à la cession au secteur privé du Crédit lyonnais Bank Nederland NV, filiale du Crédit lyonnais Benelux BV.

JO DU 23 DÉCEMBRE 1995

– Arrêté du 15 décembre 1995 fixant les conditions d'émission des obligations du budget annexe de l'aviation civile décembre 1995.

– Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 24 DÉCEMBRE 1995

– Décret n° 95-1316 du 22 décembre 1995 portant statuts de l'Établissement public de financement et de restructuration.

JO DU 30 DÉCEMBRE 1995

– Décret n° 95-1328 du 28 décembre 1995 modifiant l'annexe II au code général des impôts et relatif au droit à déduction de la taxe sur la valeur ajoutée.

– Décret n° 95-1329 du 28 décembre 1995 modifiant les dispositions des articles 41 *septdecies* J et 41 *septdecies* K de l'annexe III au code général des impôts ainsi que les dispositions de l'article R. 96 C-1 du livre des procédures fiscales relatives aux obligations déclaratives des intermédiaires en matière d'opérations réalisées sur les marchés à terme d'instruments financiers et de marchandises.

– Décret n° 95-1330 du 28 décembre 1995 modifiant les dispositions des articles 41 *septdecies* N et 41 *septdecies* O de l'annexe III au code général des impôts ainsi que les dispositions de l'article R. 96 C-2 du livre des procédures fiscales relatives aux obligations déclaratives des intermédiaires en matière d'opérations réalisées sur les marchés d'options négociables.

– Décret n° 95-1331 du 28 décembre 1995 modifiant les dispositions des articles 41 *septdecies* R et 41 *septdecies* S de l'annexe III au code général des impôts ainsi que les dispositions de l'article R. 96 C-3 du livre des

procédures fiscales relatives aux obligations déclaratives des intermédiaires pour les profits réalisés par les particuliers sur les bons d'option.

– Décret n° 95-1332 du 28 décembre 1995 fixant les modalités d'imposition des profits réalisés sur les parts de fonds communs d'intervention sur les marchés à terme ainsi que les obligations déclaratives des opérateurs et des intermédiaires.

JO DU 31 DÉCEMBRE 1995

– Loi de finances pour 1996 (n° 95-1346 du 30 décembre 1995).

– Loi de finances rectificative pour 1995 (n° 95-1347 du 30 décembre 1995).

– Décret n° 95-1354 du 29 décembre 1995 modifiant l'article 4 du décret n° 94-974 du 10 novembre 1994 pris pour l'application des dispositions du I de l'article 5 de la loi quinquennale n° 93-1313 du 20 décembre 1993 relative au travail, à l'emploi et à la formation professionnelle concernant le chèque-service.