

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 37

JANVIER 1997

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité a été plus vigoureuse aux États-Unis, en fin d'année, alors qu'elle est toujours peu dynamique au Japon. En Europe, la croissance a tendu à se renforcer, sauf en Allemagne où un ralentissement est intervenu au quatrième trimestre. L'augmentation des prix est restée partout modérée et les taux à long terme demeurent orientés à la baisse, sauf aux États-Unis.

L'évolution des principales devises en décembre

Le dollar a gagné 1,1 % contre deutschemark et 2,3 % contre yen, vis-à-vis duquel il a atteint un niveau inégalé depuis mars 1993. La livre sterling a progressé contre toutes devises et s'est établie à ses meilleurs niveaux depuis sa sortie du mécanisme de change européen en septembre 1992. Le franc suisse a fléchi de plus de 2,5 % contre deutschemark, cette évolution reflétant la situation peu dynamique de l'économie helvète. La lire a fait preuve de fermeté. Les Banques centrales d'Espagne et de Suède ont mis à profit la bonne orientation de leur devise pour détendre leurs conditions monétaires. Le deutschemark a peu varié. Le franc a été soutenu par l'annonce d'un nouvel excédent très élevé des transactions courantes.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en décembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans l'ensemble des secteurs, hormis celui des biens intermédiaires où elle est restée stable. Les industries agro-alimentaires et le secteur des biens de consommation ont été les mieux orientés. Le taux d'utilisation des capacités de production n'a guère varié.

La demande globale s'est raffermie, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation. La compétitivité des produits nationaux est soutenue par le redressement des monnaies qui s'étaient affaiblies antérieurement (dollar, livre sterling et lire italienne, notamment).

Les carnets de commandes se rapprochent de la normale dans tous les secteurs, sauf dans les biens intermédiaires où ils restent insuffisants. Les stocks se sont allégés avec la fin du conflit dans les transports routiers ; ils apparaissent maintenant normaux dans les biens d'équipement et l'industrie automobile.

Au cours des prochains mois, la plupart des secteurs devraient continuer de croître, à un rythme modéré.

Les cours des matières premières n'ont guère évolué. Les prix des produits finis, sur lesquels pèse une concurrence toujours très vive, se sont globalement maintenus.

La plupart des programmes d'investissement se limitent au renouvellement d'équipements devenus obsolètes ou répondent au souci d'accroître la productivité des entreprises dans un environnement international dominé par une vive compétition ; les projets d'extension de capacités sont rares et toujours subordonnés à une meilleure évolution de la demande.

Les résultats de l'activité commerciale, pour le bimestre novembre-décembre, font apparaître un léger recul par rapport à la période correspondante de 1995.

L'activité du bâtiment-travaux publics s'est repliée au cours du trimestre et accuse un net retrait sur un an.

Les effectifs ont peu varié dans l'industrie, sauf dans l'automobile où ils continuent de se contracter sensiblement ; stables dans le commerce et les services marchands, ils ont nettement diminué dans le bâtiment.

La balance des paiements en octobre

En données FAB-FAB, l'*excédent commercial* a atteint un nouveau record historique, à 17,3 milliards de francs en données brutes (17 milliards en données cvs), portant le cumul sur dix mois à 101,6 milliards, contre 78 milliards pour la période correspondante de 1995 (respectivement 103 milliards et 79,2 milliards en données cvs).

Le *compte de transactions courantes* a enregistré un excédent de 13 milliards de francs en données brutes (après 17,2 milliards en septembre) et de 13,4 milliards en données cvs (après 14,2 milliards). Cumulé sur les dix premiers mois de l'année, le solde positif atteint 91 milliards de francs en données brutes, soit 23 milliards de plus que pour la période correspondante de 1995.

Le *compte financier* s'est soldé, en données brutes, par des sorties de 16,5 milliards de francs. Les *investissements directs* ont dégagé un excédent de 6,8 milliards de francs. Les *investissements de portefeuille* ont entraîné des sorties nettes de 9,3 milliards de francs. Les *autres investissements* ont également été à l'origine de sorties nettes, de 13,7 milliards de francs, résultant de la baisse conjointe des avoirs (-35,3 milliards) et des engagements (-48,9 milliards). Les *avoirs de réserve* ont diminué de 0,4 milliard de francs, après une hausse de 0,2 milliard au troisième trimestre.

Les marchés de capitaux en décembre

Les compartiments court et long des marchés ont enregistré des évolutions sensiblement divergentes : les rendements courts ont continué de se détendre à la faveur de la réapparition d'anticipations d'une poursuite des mesures d'assouplissement monétaire en Europe, tandis que les taux obligataires subissaient partiellement le contrecoup d'une nouvelle tension des rendements à long terme aux États-Unis.

En dépit de tensions ponctuelles observées à l'approche du sommet européen de Dublin, les rendements courts ont poursuivi leur repli. Au demeurant, l'accord conclu lors de ce Sommet sur le futur pacte de stabilité de la zone euro a largement contribué à cette évolution, tout en favorisant un sensible raffermissement du franc vis-à-vis du deutschemark.

Dans ce contexte, la Banque de France a décidé, le 17 décembre, une baisse du taux des pensions de 5 à 10 jours, ramené de 4,75 % à 4,60 %, et du taux des appels d'offres, réduit de 3,20 % à 3,15 %.

Contrairement aux taux courts, les rendements obligataires se sont nettement tendus. Cette évolution s'est effectuée dans le sillage de la dégradation enregistrée sur le marché américain, elle-même liée à l'apparition d'inquiétudes quant au niveau des pressions inflationnistes outre-Atlantique.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi en fin de mois à 1 359 milliards de francs, contre 1 425,5 milliards en novembre. Cette baisse, de nature essentiellement saisonnière, est en partie liée aux opérations d'ajustement de bilan de fin d'année. L'encours des certificats de dépôt a reculé de 49,8 milliards de francs et celui des billets de trésorerie de 21,2 milliards, tandis que, à l'inverse, l'encours des bons des institutions et des sociétés financières progressait de 2,6 milliards de francs et celui des bons à moyen terme négociables de 1,9 milliard.

Dans un contexte caractérisé par une légère baisse des taux d'intérêt à court terme et par une remontée des taux à long terme, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc a diminué par rapport aux deux mois précédents. Cette évolution résulte principalement de l'absence, sur le marché intérieur, de la Cades, qui a décidé d'émettre pour la première fois un emprunt libellé en dollars plutôt qu'en francs. De plus, lors de la seconde quinzaine du mois, les émetteurs ont observé la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

La Bourse de Paris a suivi une évolution parallèle à celle du marché obligataire, en marquant notamment un repli sensible au cours de la première quinzaine. Le redressement intervenu dans la seconde moitié du mois a toutefois permis de compenser ce recul et le mois boursier s'est soldé par un gain de 1,42 %, soit le dixième résultat positif de l'année 1996. Celle-ci s'est ainsi achevée par une progression de la cote de 23,7 % au total, performance sans précédent depuis 1989 (27,14 %).

Les agrégats monétaires

En novembre, les moyens de paiement ($M1$) ont fortement augmenté (+ 3,1 %, contre – 2,3 % en octobre). Sur un an, leur progression est restée soutenue (+ 5,4 %).

Il en a été de même des placements à taux réglementé compris dans $M2 - M1$ (+ 1,1 % en novembre et + 9,4 % sur douze mois), sous l'effet, notamment, d'une vive croissance des livrets soumis à l'impôt (+ 4,5 % en novembre et + 23,2 % sur douze mois). En conséquence, la progression de l'agrégat $M2$ demeure très dynamique (2,2 % en novembre et 7,3 % sur douze mois).

La décrue des taux d'intérêt à court terme, particulièrement rapide depuis octobre 1995, est à l'origine de la contraction des placements à taux de marché ($M3 - M2$) sur douze mois (– 11,3 % à fin novembre, après – 10,9 % à fin octobre). Toutefois, leur encours a été stable en novembre. Aussi l'agrégat $M3$ a-t-il renoué avec la croissance (+ 1,3 %, après – 0,8 % en octobre). Sur douze mois, le recul de $M3$ s'établit à 1,1 % à fin novembre, après – 0,9 % à fin octobre.

La réallocation de l'épargne des ménages vers les plans d'épargne-logement, dont la rémunération demeure très attractive, s'est poursuivie malgré un certain ralentissement. Les placements d'épargne contractuelle ($P1$) ont ainsi continué de se développer, bien qu'à un rythme plus modéré (0,8 % en novembre, après 1,2 % en octobre, et 18,3 % sur douze mois). La croissance de l'ensemble $M3 + P1$ ressort à 3,3 % à fin novembre, après 3,5 % à fin octobre.

À fin octobre, l'endettement intérieur total (EIT) s'est accru à un rythme quasiment identique à celui observé le mois précédent (3,6 %, après 3,5 % à fin septembre). La progression des financements bénéficiant à l'État a été de 7,0 %, après 6,9 % le mois précédent.

Les crédits à l'économie se sont contractés (– 0,9 % en octobre et – 0,3 % sur douze mois). Les sociétés ont de nouveau réduit leur endettement auprès des établissements de crédit (– 1,5 % en octobre et – 3,1 % sur douze mois), du fait, notamment, d'un moindre recours aux crédits de trésorerie. En revanche, la reprise des crédits octroyés aux ménages s'est confirmée (+ 2,5 % sur douze mois à fin octobre, après + 2,3 % à fin septembre). Ce mouvement trouve son origine dans la distribution de concours bancaires à l'habitat et de crédits de trésorerie dont les encours, stimulés par la baisse des taux et les mesures fiscales incitatives, ont progressé sur douze mois de 3,2 % et 7,0 %, respectivement, à fin octobre.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

La privatisation de Thomson

- 4 décembre** Le gouvernement suspend la vente de Thomson, après l'avis défavorable rendu par la Commission de privatisation à l'égard de l'offre du groupe Lagardère, retenue par les pouvoirs publics.
- 11 décembre** Le gouvernement met fin à la procédure en cours sur Thomson SA et annonce que Thomson CSF sera privatisé au cours des premiers mois de 1997, tandis que Thomson Multimédia fera l'objet d'une recapitalisation préalablement à sa cession.

L'OPA sur le Crédit foncier de France

- 9 décembre** À l'issue de son offre publique d'achat, la Caisse des dépôts et consignations détient 90,59 % du capital du Crédit foncier de France.

Les fonds de pension

- 13 décembre** Le Sénat adopte la proposition de loi sur les fonds d'épargne retraite, déjà votée par l'Assemblée nationale, en limitant toutefois l'avantage fiscal offert aux entreprises.

Les finances publiques

- 16 décembre** Fin octobre, le déficit budgétaire s'établissait à FRF 286,4 milliards, en amélioration de 23,1 milliards par rapport à octobre 1995.
- 18 décembre** Le Parlement adopte définitivement la loi de finances pour 1997, en entérinant un déficit de FRF 284,82 milliards, soit 1,15 milliard de plus que prévu dans le projet initial du gouvernement.
- 20 décembre** Le Parlement adopte définitivement la loi de finances rectificative pour 1996, qui prévoit un déficit budgétaire de FRF 287,98 milliards (3,65 % du PIB), soit un dérapage de 179 millions par rapport à la loi de finances initiale.

La protection sociale

- 18 décembre** Le Parlement adopte définitivement la réforme *a minima* de l'aide aux personnes âgées dépendantes et à revenus modestes. La nouvelle prestation dépendance se substituera, à compter du 1^{er} janvier 1997, à l'allocation compensatrice pour tierce personne.
- 20 décembre** Les partenaires sociaux concluent un accord sur le renouvellement pour trois ans de la convention d'assurance-chômage. Les excédents de l'Unedic seront répartis entre une revalorisation des allocations, une baisse des cotisations et une reconduction du système de préretraites contre embauches.

La préparation de l'euro

- 24 décembre** Création du Comité national de l'euro, regroupant les principaux acteurs économiques et sociaux concernés par la mise en place de la monnaie unique et présidé par le ministre de l'Économie et des Finances.

Le changement de statut de France Télécom

- 29 décembre** Le décret d'application du nouveau statut de France Télécom fixe à FRF 25 milliards le montant initial du capital social, divisé en 1 milliard d'actions de 25 francs chacune.

Nominations au Conseil de la politique monétaire

- 3 janvier 1997** Jean-René Bernard, inspecteur général des Finances, ancien sous-gouverneur du Crédit foncier de France, et Pierre Guillen, ancien membre du conseil exécutif du CNPF, sont nommés membres du Conseil de la politique monétaire par le Conseil des ministres, en remplacement de Jean Boissonnat et Bruno de Maulde.

La Banque de France et la politique monétaire

- 17 décembre** La Banque de France abaisse de 3,20 % à 3,15 % le taux de ses appels d'offres et de 4,75 % à 4,60 % le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours.
- Le gouverneur de la Banque de France présente les objectifs retenus par le Conseil de la politique monétaire pour 1997, inchangés par rapport à ceux de 1996.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Les perspectives d'activité

- 16 décembre** L'INSEE confirme la reprise de l'activité et prévoit une croissance du PIB de 0,9 % en moyenne au premier semestre 1997, comme au second semestre 1996. Le chômage devrait toutefois continuer à progresser et atteindre 13 % de la population active en milieu d'année.

La production industrielle

- 20 décembre** En octobre, la production industrielle (cvs, hors énergie et industries agro-alimentaires) a diminué de 1,2 %, après un recul de 1,9 % en septembre (chiffre révisé). Sur un an, sa hausse reste limitée à 0,8 %.

Les mises en chantier de logements

20 décembre Au cours des mois de septembre-octobre-novembre, les mises en chantier de logements ont baissé de 3,3 %, à 68 300, par rapport à la période correspondante de 1995.

Les créations et défaillances d'entreprises

15 décembre En novembre, les créations d'entreprises se sont élevées à 21 850, selon l'INSEE, contre 22 120 en octobre.

24 décembre En juillet, les défaillances ont progressé de 12,9 % par rapport à juin, avec 4 799 jugements prononcés par les tribunaux, contre 4 247 en juin, selon les données cvs de l'INSEE.

Les immatriculations d'automobiles

2 décembre En novembre, les immatriculations ont reculé de 21,7 % sur un an (– 13,5 % à nombre de jours ouvrables comparables).

La consommation des ménages

27 décembre En novembre, la consommation des ménages en produits manufacturés a fléchi de 0,8 % (cvs), après un recul de 3,0 % en octobre.

L'emploi

2 décembre En octobre, le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 0,4 % (– 12 000 personnes), mais le taux de chômage est demeuré inchangé, à 12,6 % de la population active.

6 décembre Au troisième trimestre, l'emploi salarié a diminué de 0,1 % selon l'INSEE et de 0,2 % selon l'Unedic.

30 décembre En novembre, le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté de 0,7 % (+ 20 700 personnes), atteignant 3 121 500 personnes. Sur un an, la progression est de 5,0 %. Le taux de chômage s'élève à 12,7 %.

Les salaires

19 décembre Au troisième trimestre, le taux de salaire horaire a progressé de 0,4 %, ce qui porte sa hausse sur un an à 2,6 %.

Le revenu agricole

10 décembre Selon les comptes prévisionnels de l'INSEE, le revenu brut agricole par exploitation a diminué de 0,4 % en 1996, après deux hausses consécutives de plus de 10 % en 1994 et 1995.

Les prix

20 décembre Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont baissé de 0,1 % en novembre, leur hausse sur un an ressortant à 1,6 %.

Les comptes extérieurs

- 15 décembre** En septembre, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de FRF 14,15 milliards (cvs). Sur les neuf premiers mois de l'année, le solde positif cumulé atteint FRF 83,93 milliards, contre 64,43 milliards pour la période correspondante de 1995.
- 24 décembre** En octobre, la balance commerciale a enregistré un excédent de FRF 16,9 milliards (cvs), soit le plus fort excédent mensuel jamais réalisé. Sur les dix premiers mois de l'année, le solde positif cumulé atteint FRF 103 milliards (cvs), contre 79,2 milliards pour la période correspondante de 1995.

2.2. Étranger

- 2 décembre** Aux États-Unis, l'indice d'activité de l'Association nationale des directeurs d'achats s'établit à 52,7 en novembre, après 50,2 en octobre.
Au Royaume-Uni, l'indice des directeurs d'achat atteint 54,4 % en novembre, contre 54,5 % en octobre.
- 3 décembre** En Allemagne, baisse de 1,8 % de la production industrielle en octobre.
- 4 décembre** En Allemagne, progression de 1 % du PIB au troisième trimestre (+ 2,4 % en rythme annuel) et de 2,9 % des commandes à l'industrie en octobre.
- 5 décembre** En Allemagne, hausse de 50 000 du nombre des demandeurs d'emploi en novembre, à 4,1 millions, portant le taux de chômage à 10,3 %, contre 10,1 % en octobre.
Aux États-Unis, le rapport de la commission Boskin indique que le calcul officiel de l'indice des prix de détail surévalue l'inflation de 1,1 %.
M. Greenspan s'interroge sur « l'exubérance irrationnelle » des marchés d'actifs.
En Suède, la Banque centrale abaisse ses taux directeurs de 50 points de base, le taux des dépôts passant à 3,75 % et celui des emprunts à 5,25 %.
- 6 décembre** Aux États-Unis, taux de chômage de 5,4 % en novembre, avec la création de 118 000 emplois non agricoles.
- 11 décembre** Aux États-Unis, l'indice des prix à la production progresse de 0,4 % en novembre (+ 0,1 % hors alimentation et énergie).
- 12 décembre** Aux États-Unis, recul de 0,4 % des ventes de détail et hausse de 0,3 % des prix à la consommation en novembre.
- 13 décembre** Au sommet de Dublin, accord sur le pacte de stabilité et de croissance.
En Espagne, la Banque centrale, prenant acte du net ralentissement du rythme de l'inflation, diminue son taux d'intervention d'un demi-point, à 6,25 %. La précédente baisse, de 0,50 point également, avait eu lieu le 3 octobre. Depuis décembre 1995, le taux d'intervention a diminué de 3 points.
- 16 décembre** En Allemagne, publication d'un indice IFO de 96,9 en novembre, inférieur aux prévisions.
Aux États-Unis, progression de 0,9 % de la production industrielle et taux d'utilisation des capacités de production s'établissant à 83,3 % en novembre.
- 17 décembre** En Allemagne, M. Issing se déclare insatisfait du pacte de stabilité et de croissance adopté au niveau européen.
Aux États-Unis, à l'issue de la réunion du Comité fédéral de l'*Open Market*, le taux des fonds fédéraux reste inchangé.
En Suède, la Banque centrale ramène son taux des prises en pension de 4,35 % à 4,10 %.

18 décembre En Allemagne, ralentissement du rythme de croissance de M3, à 8 %, en novembre, et objectif de croissance de M3 fixé, pour 1997, à 3,5 %-6,5 %.

Aux États-Unis, en octobre, forte réduction du déficit commercial (USD 7,99 milliards) mais hausse à 4,96 milliards du déficit bilatéral avec le Japon.

Au Japon, hausse de l'excédent commercial de 0,2 % en novembre.

Au Royaume-Uni, baisse du taux de chômage, à 6,9 %, et hausse des ventes de détail de 0,7 % en novembre.

19 décembre Au Portugal, la Banque centrale réduit ses taux directeurs de 20 points de base. Le taux du prochain appel d'offres est fixé à 6,7 %.

30 décembre Aux États-Unis, progression de 0,1 % des indicateurs avancés en novembre.

3 janvier En Suède, la Banque centrale abaisse son taux officiel d'escompte, de 3,5 % (depuis le 2 octobre) à 2,5 %.

8 janvier En Norvège, la Banque centrale abaisse ses deux taux directeurs de 50 points de base. Le taux des dépôts au jour le jour s'établit à 3,50 % (4 % depuis le 5 novembre 1996) et celui des prêts au jour le jour à 5,50 % (6 % depuis le 5 novembre 1996).

10 janvier En Norvège, la Banque centrale abaisse de nouveau le taux des dépôts au jour le jour, de 25 points de base, à 3,25 %, le taux des prêts au jour le jour restant fixé à 5,50 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité a été plus vigoureuse en fin d'année aux États-Unis, alors qu'elle est toujours peu dynamique au Japon. En Europe, la croissance a tendu à se renforcer sauf en Allemagne où un ralentissement est intervenu au quatrième trimestre. L'augmentation des prix est restée partout modérée et les taux à long terme demeurent orientés à la baisse, sauf aux États-Unis.

Aux **États-Unis**, après un net ralentissement de la croissance au troisième trimestre de 1996 (2,1 % en rythme annuel d'augmentation du PIB, contre 4,7 % au deuxième), l'activité a été plus soutenue en fin d'année. Les dépenses réelles de consommation des ménages ont augmenté de 0,3 % en novembre, après déjà 0,4 % en octobre, alors que la hausse moyenne au troisième trimestre avait été de 0,2 %. Cette légère amélioration de la consommation est due à une baisse du taux d'épargne (5,0 %, contre 5,3 % en moyenne au trimestre précédent), la progression du revenu réel disponible demeurant modérée (0,3 % en novembre, après – 0,2 % en octobre). Le secteur de l'immobilier s'est nettement redressé en novembre, avec une augmentation des mises en chantier de logements de 9,2 %, succédant à deux mois de repli, une accélération de la croissance des dépenses de construction (1,9 %, après 1,5 % en octobre) et une forte hausse des ventes de maisons individuelles (14,2 %, contre – 13,7 % en octobre). La production industrielle a progressé de 0,9 % en novembre, après un repli de 0,2 %, en octobre, et le taux d'utilisation des capacités de production a retrouvé son niveau de septembre, 83,3 %, après être descendu à 82,9 % en octobre. Seul, le repli des commandes de biens durables (– 1,5 % en novembre, contre + 0,6 % en octobre) apporte une note moins positive. La croissance de l'emploi a été plus forte au dernier trimestre que sur les trois mois précédents, le nombre de créations nettes de postes atteignant 650 000 au dernier trimestre, contre 496 000 au troisième, mais le taux de chômage a légèrement augmenté : 5,3 % en décembre et en moyenne sur le trimestre, contre 5,2 % au trimestre précédent. Sur les dix premiers mois de l'année, le déficit commercial atteint 137,1 milliards de dollars, contre 138,4 milliards sur la même période de 1995.

Au **Japon**, l'activité reste peu dynamique. La baisse de la consommation s'est légèrement ralenti en octobre : – 1,5 % en termes réels sur un an, contre – 4,4 % en septembre et – 2,9 % sur l'ensemble du deuxième trimestre. Le secteur de l'immobilier, tout en gardant une orientation positive, a été moins bien orienté en novembre, avec une hausse des mises en chantier de logements de 9,9 % sur un an, contre 21,4 % en octobre. La production industrielle s'est repliée de 1,9 % sur un mois en novembre, après une hausse de 3,9 %. Le taux de chômage a cependant baissé au cours de ce même mois, revenant à 3,3 %, contre 3,4 % en octobre, et le taux de couverture des demandes par les offres d'emploi est remonté à 74 %, après 73 %. Sur les onze premiers mois de l'année, l'excédent courant s'inscrit en baisse de 31 % par rapport à la même période de 1995 et l'excédent commercial de 35 %.

En **Allemagne**, les premiers résultats de l'évolution globale du PIB panallemand pour l'ensemble de l'année 1996 font apparaître une croissance de 1,4 % (après + 1,9 % en 1995). La consommation privée (+ 1,4 %, après + 1,8 % l'année précédente) et surtout les investissements dans la construction (- 2,7 %, après + 1,2 %) sont principalement à l'origine de ce ralentissement. La contribution nette de l'extérieur s'est, en revanche, légèrement accrue, en raison d'un ralentissement plus prononcé des importations (+ 2,0 % pour 1996, après + 6,4 % l'année précédente) que des exportations (4,6 %, après 5,9 %). La consommation publique a été plus soutenue qu'en 1995 (+ 2,8 %, après + 2,0 %), au prix d'une dégradation du besoin de financement net du secteur public (+ 3,9 %, après + 3,5 % en 1995). En tenant compte des données annuelles provisoires évoquées plus haut, le PIB allemand serait resté stable au quatrième trimestre. Le taux de chômage est passé de 10,7 % en novembre à 10,9 % en décembre, en hausse de 1 point sur décembre 1995. Sur un an, le nombre de chômeurs s'est accru de 355 000 personnes. L'excédent de la balance commerciale s'est accru en octobre (+ 11,1 milliards de deutschemarks, après + 8,3 milliards le mois précédent) ; les exportations ont été plus dynamiques que les importations. Sur les dix premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint 80,5 milliards de deutschemarks, contre 69 milliards pour la période équivalente de 1995 (+ 17 %). Le déficit du solde des paiements courants atteint, quant à lui, 24,1 milliards de deutschemarks sur la même période, après 25,9 milliards l'année précédente.

Au **Royaume-Uni**, la vigueur de l'activité ne se dément pas, les estimations finales faisant état d'une croissance du PIB de près de 0,7 % au troisième trimestre 1996, après 0,5 % au deuxième. Cette tendance devrait se poursuivre au dernier trimestre, la consommation des ménages restant dynamique : cet indicateur a, en effet, progressé de 0,6 % sur un mois en novembre, après 0,5 % en octobre, ce qui porte la progression à 3,9 % en rythme annuel, après 4,3 %. L'indice de la production industrielle reste également bien orienté, augmentant de 0,4 % en novembre et de 1,3 % sur un an, après être resté stable en octobre. Enfin, le nombre des logements mis en chantier a augmenté de 15 % au cours du troisième trimestre 1996, en données corrigées des variations saisonnières, par rapport au trimestre précédent. Par ailleurs, le nombre de demandeurs d'emploi a fortement diminué en novembre, de près de 95 800 personnes, pour un montant total de 1,929 million, le taux de chômage chutant à 6,9 %, après 7,2 % le mois précédent. Le déficit commercial est revenu à 454 millions de livres sterling en octobre, après 1,06 milliard en septembre. Les exportations ont ainsi progressé de 15,3 % sur un an, alors que les importations ont augmenté de 5,2 %. Sur les dix premiers mois de l'année, le déficit commercial atteint 10,1 milliards de livres sterling, soit le même niveau que durant la période correspondante de 1995.

En **Italie**, le PIB a enregistré une progression de 0,6 % au troisième trimestre 1996, après une baisse de 0,4 % au deuxième ; la hausse est de 0,7 % en glissement annuel, comme au deuxième trimestre. L'examen des composantes du PIB fournit un bilan contrasté : la consommation des ménages connaît une atonie presque complète (+ 0,2 % comme au deuxième trimestre), alors que les dépenses publiques ne progressent pas d'un trimestre à l'autre. L'investissement immobilier a augmenté de 0,7 %, après une contraction de 0,5 %. En revanche, l'investissement hors logement a diminué de 0,3 %, après une progression de 0,3 %. Au total, la demande finale interne ne s'est accrue que de 0,2 %, après 0,1 % au deuxième trimestre, en dépit de la contribution positive des stocks. Les exportations ont connu un rebond de 2,0 % par rapport au trimestre précédent, après 0,4 %, alors que les importations ont augmenté de 1,1 % (après une forte baisse de 4,4 % au deuxième trimestre) : les exportations nettes ne progressent ainsi que de 0,2 % (après 1,1 % au trimestre précédent). Le taux de chômage a de nouveau progressé, s'établissant à 12,2 % de la population active en octobre, au lieu de 11,7 % en juillet (données trimestrielles) et 12,1 % en octobre 1995.

En Espagne, la croissance s'est maintenue au cours du troisième trimestre : le PIB a enregistré une hausse de 2,2 % en glissement annuel, après 2,0 % au deuxième trimestre, grâce à un fort soutien de la contribution de la demande extérieure, les exportations augmentant de 9,4 %, après 8,3 % au trimestre précédent, et les importations de 6,6 %, après 7,0 %. La consommation privée connaît une hausse graduelle (2,0 %, après 1,8 %), mais la demande intérieure (1,5 %, après 1,7 % au deuxième trimestre 1996) reste freinée par la dégradation des conditions du secteur immobilier (baisse de 5,3 %), alors que l'investissement des entreprises augmente à une allure rapide (8,4 %). Enfin, la consommation publique enregistre une progression de 0,9 %, après 1,1 %. La vigueur de l'économie transparaît également à travers les chiffres de la production industrielle : ce dernier indicateur a, en effet, progressé de 9,4 % sur un mois et de 6,1 % sur un an en chiffres bruts au cours du mois d'octobre, après une baisse de 0,8 % sur un an en septembre. Cette augmentation ne touche cependant pas de manière égale l'ensemble des secteurs : alors que la production d'énergie stagne, le secteur des métaux et des outils de précision connaît une vive expansion, ainsi que celui de la chimie. Selon l'enquête sur la population active de l'INE (Institut national de la statistique), le nombre de chômeurs continue de régresser : le recul de 18 430 personnes en septembre a ramené le total des demandeurs d'emplois à 3 496 550, soit 21,8 % de la population active, contre 21,9 % en août.

Le glissement annuel des **prix à la consommation** est resté inchangé, en novembre, au Royaume-Uni (2,7 %) et au Japon (0,5 %). Il est également resté stable, en décembre, aux États-Unis (3,3 %), en Allemagne (1,4 %) et en Italie (2,6 %). En Espagne, les prix ont augmenté en glissement de 3,2 % en novembre, contre 3,5 % en octobre.

Les **taux d'intérêt** à court terme ont évolué de façon contrastée en décembre : ils se sont légèrement tendus en Allemagne et aux Pays-Bas, ainsi qu'aux États-Unis, et sont restés stables au Royaume-Uni et en Belgique ; ils ont baissé en Italie, en Espagne et au Japon. En revanche, la détente est générale dans le compartiment des taux à long terme, sauf aux États-Unis, en liaison avec des anticipations de hausse des taux directeurs. La baisse a été particulièrement sensible dans les pays du sud de l'Europe (36 points de base en Espagne et 23 points de base en Italie, en moyenne mensuelle).

3.2. L'évolution des principales devises

Au cours du dernier mois de l'année, le dollar s'est raffermi de 1,1 % contre deutschemark, de 2,3 % contre yen — vis-à-vis duquel il a atteint, à 116,45, son meilleur niveau depuis mars 1993 — et de 0,3 % contre franc. Ce dernier s'est, pour sa part, renforcé contre deutschemark, notamment après l'accord réalisé lors du sommet de Dublin sur le pacte de stabilité et de croissance. Néanmoins, dans ce marché de fin d'année, la monnaie la plus volatile a été la livre sterling, qui a progressé contre toutes devises.

Le **dollar** s'est orienté à la hausse aussi bien contre deutschemark que contre yen. Il a notamment été aidé par la progression de l'indice Dow Jones et par la bonne tenue du marché obligataire américain.

Contre la monnaie allemande, il a évolué dans une fourchette allant de 1,535 deutschemark à 1,57 deutschemark. Les perspectives accrues de réalisation de l'Union monétaire ont pu être interprétées par certains opérateurs comme susceptibles d'affaiblir le deutschemark et de favoriser le dollar : ainsi, ce dernier a été soutenu en début de période par les propos de M. Issing qui estimait qu'à l'approche de la monnaie unique, les investisseurs pourraient délaisser le deutschemark pour des placements en dollars. En milieu de mois, il a aussi réagi positivement à l'annonce d'un accord sur le pacte de stabilité et de croissance à l'issue du sommet de Dublin. Par ailleurs, la publication de plusieurs statistiques économiques américaines a contribué au renforcement du dollar : création de 118 000 emplois non agricoles en novembre, portant le taux de chômage à 5,4 %, hausse de 0,9 % des commandes de biens durables en octobre, et surtout forte réduction du déficit commercial, de 11,44 milliards de dollars en septembre à 7,99 milliards en octobre.

Contre **yen**, le renforcement du dollar a été plus marqué encore, la monnaie nippone touchant en fin de mois le niveau de 116,45 yens qui n'avait pas été observé depuis 45 mois. Dans un premier temps, la devise japonaise s'était plutôt orientée à la hausse du fait des déclarations de M. Utsumi, ancien responsable du ministère des Finances japonais, selon lesquelles une hausse du dollar contre yen au-delà de 115 yens serait « excessive », et d'un article de la presse américaine évoquant le possible retrait des investisseurs japonais du marché américain. Cependant, par la suite, le yen n'a cessé de s'affaiblir sous l'effet d'une baisse de l'indice Nikkei, de nouvelles rumeurs concernant la santé financière d'une banque régionale japonaise et de plusieurs déclarations d'officiels nippons laissant notamment entendre que les taux d'intérêt japonais devaient rester bas pour préserver le potentiel de reprise.

Revenant d'un niveau de 3,399 pour 1 deutschemark à fin novembre, le **franc français** s'est nettement raffermi au cours du dernier mois de l'année jusqu'à atteindre le cours de 3,367 le 30 décembre. Conforté par l'annonce d'un nouvel et très élevé excédent des transactions courantes en septembre, le franc s'est notamment redressé à la suite de la déclaration télévisée du président de la République, le 12 décembre, au cours de laquelle celui-ci a réaffirmé sa volonté de maintenir la politique européenne et la politique de change de la France. Il a également profité de l'annonce, le lendemain, de l'accord obtenu lors du sommet de Dublin sur le pacte de stabilité et de croissance. Lors de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 17 décembre, le taux des appels d'offres a été abaissé, de 3,20 % à 3,15 %, de même que celui des pensions de 5 à 10 jours, de 4,75 % à 4,60 %. Par ailleurs, les principales banques françaises ont réduit le taux de base bancaire, de 6,55 % à 6,30 %.

À 2,6370 deutschemarks et 1,7080 dollar, la **livre sterling** s'est établie à ses meilleurs niveaux depuis sa sortie du mécanisme de change européen en septembre 1992. La devise britannique a aussi connu durant la première semaine du mois une exceptionnelle volatilité, progressant de plus de 2 % par rapport au deutschemark, puis reperdant plus de 4 % de sa valeur. La vigueur de la livre sterling s'est appuyée sur de fortes anticipations de hausse des taux d'intérêt et sur la bonne orientation des indicateurs économiques outre-Manche (98 500 chômeurs en moins et hausse de 0,7 % des ventes de détail en novembre). La décision de la Banque d'Angleterre de laisser ses taux inchangés a cependant suscité des prises de profit amplifiées par les déclarations de MM. Clarke et George : le premier a insisté sur l'effet pénalisant pour les entreprises d'une livre sterling plus forte et a été conforté dans cette position par la publication d'une étude du patronat britannique ; le second a indiqué que le rythme d'appréciation actuel de la livre sterling n'était pas soutenable et que la remontée des taux d'intérêt, largement anticipée par le marché, interviendrait « avant les élections », alors que les opérateurs la croyaient plus immédiate.

Atteignant 0,87 pour 1 deutschemark en clôture, soit son plus bas niveau depuis novembre 1993, le **franc suisse** a perdu plus de 2,5 % de sa valeur contre deutschemark. Ce repli est imputable à la situation peu dynamique de l'économie de la Confédération, qui a conduit M. Meyer, gouverneur de la Banque centrale helvétique, à déclarer que la politique monétaire souple serait maintenue et qu'une nouvelle baisse des taux ne devrait pas être exclue. Les injections régulières de liquidités par la Banque nationale ont aussi contribué au reflux du franc suisse.

Dans un marché assez peu liquide, le **deutschemark** a peu varié contre les autres monnaies du SME. Les résultats médiocres de l'économie outre-Rhin (baisse de 1,8 % de la production industrielle, hausse du nombre de chômeurs de 50 000, portant le taux de chômage à 10,3 %, et indice de l'institut IFO inférieur aux prévisions, à 96,9, en novembre) n'ont pas affecté la monnaie allemande. L'effet négatif qu'aurait pu avoir l'accord européen sur le pacte de stabilité et de croissance a été atténué par les critiques de M. Issing sur ce résultat du sommet de Dublin.

Très ferme en début de période (elle s'est passagèrement échangée à moins de 980 pour 1 deutschemark, sa meilleure valeur depuis deux ans et demi), la **lige** a profité de déclarations rassurantes de M. Fazio, gouverneur de la Banque d'Italie, et de bons chiffres préliminaires d'inflation pour décembre.

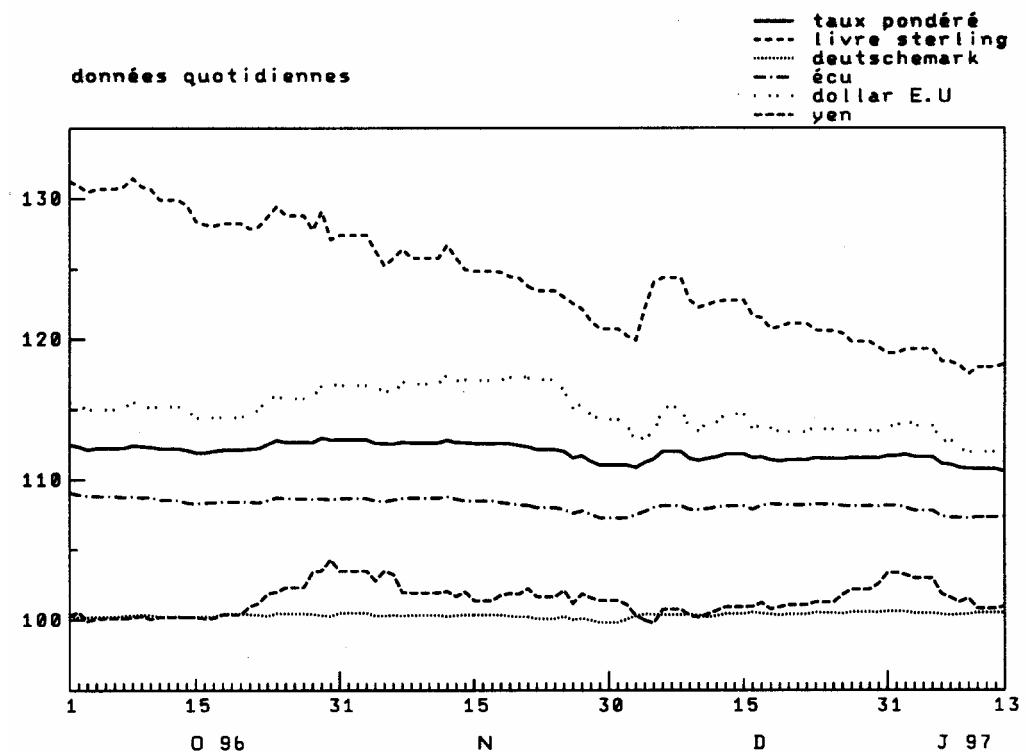
Les Banques centrales d'Espagne et de Suède ont profité de la bonne orientation de leur devise pour détendre leurs conditions monétaires. Parmi les autres monnaies, le franc belge a connu un ponctuel accès de faiblesse du fait des « affaires » qui secouent le Royaume. À l'inverse, la couronne norvégienne s'est caractérisée par une remarquable fermeté.

COURS DE CHANGE À PARIS				
(en francs)				
Principales monnaies étrangères à Paris		29 novembre 1996	31 décembre 1996	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,215	5,237	0,42
Écu privé.....	1 XEU	6,5605	6,505	- 0,85
Allemagne.....	100 DEM	339,85	337,11	- 0,81
Belgique.....	100 BEF	16,49	16,363	- 0,77
Pays-Bas.....	100 NLG	302,94	300,36	- 0,85
Danemark.....	100 DKK	88,67	88,12	- 0,62
Espagne.....	100 ESP	4,031	3,997	- 0,84
Portugal.....	100 PTE	3,365	3,35	- 0,45
Irlande	1 IEP	8,777	8,804	0,31
Royaume-Uni.....	1 GBP	8,7715	8,9005	1,47
Italie	1000 ITL	3,4455	3,429	- 0,48
Grèce	100 GRD	2,16	2,12	- 1,85
Suède.....	100 SEK	77,87	76,06	- 2,32
Finlande	100 FIM	113,35	112,82	- 0,47
Autriche	100 ATS	48,296	47,91	- 0,80
Norvège.....	100 NOK	81,39	81,41	0,02
Suisse	100 CHF	401,68	387,99	- 3,41
Japon	100 JPY	4,5863	4,4992	- 1,90

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
(en pourcentage)				
	1 mois		3 mois	
	29 novembre 1996	31 décembre 1996	29 novembre 1996	31 décembre 1996
Dollar	5,50	5,41	5,44	5,435
Livre sterling.....	6,187	6,125	6,375	6,437
Deutschmark	3,28	3,125	3,19	3,09
Franc suisse.....	2,25	1,625	2,00	1,812
Franc français.....	3,38	3,35	3,44	3,35
Source et réalisation :	Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31		Mise à jour le 31 décembre 1996	

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS

Base 100 en 1988



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

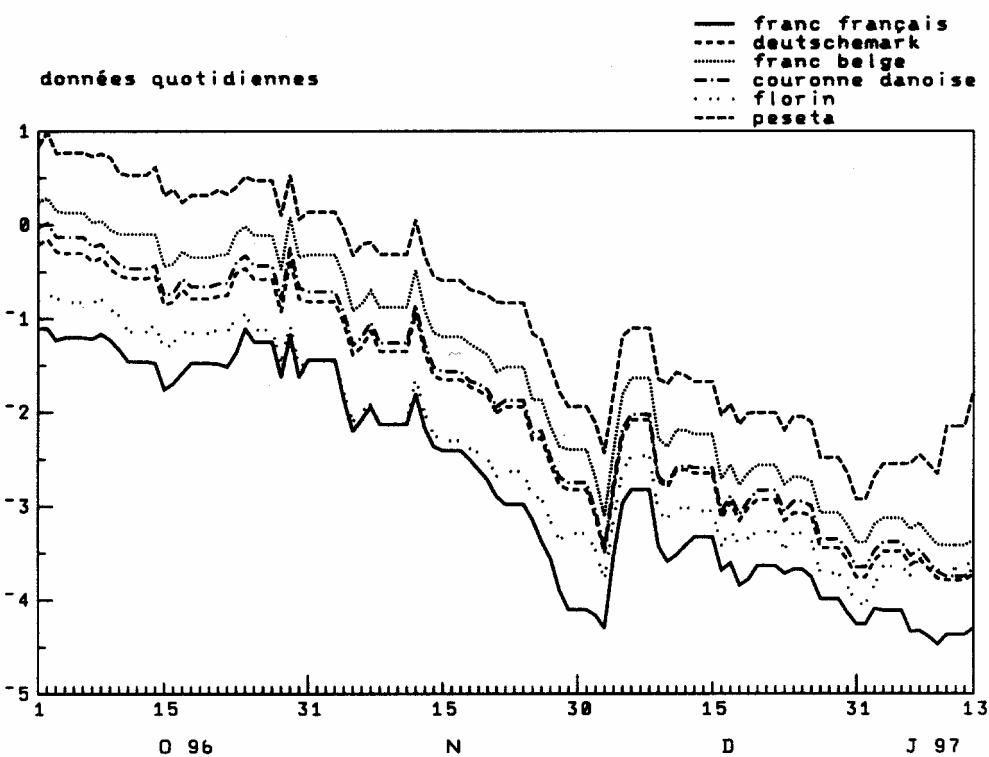
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 13 janvier 1997

Depuis la fin du mois de novembre, le franc français est resté ferme à l'égard du deutschemark et il s'est relativement bien comporté vis-à-vis de l'écu. Le dollar et la livre sterling se sont légèrement appréciés d'une fin de période à l'autre, malgré la baisse sensible enregistrée au début du mois de décembre. De son côté, le yen a peu varié d'une fin de période à l'autre, au terme d'une évolution heurtée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

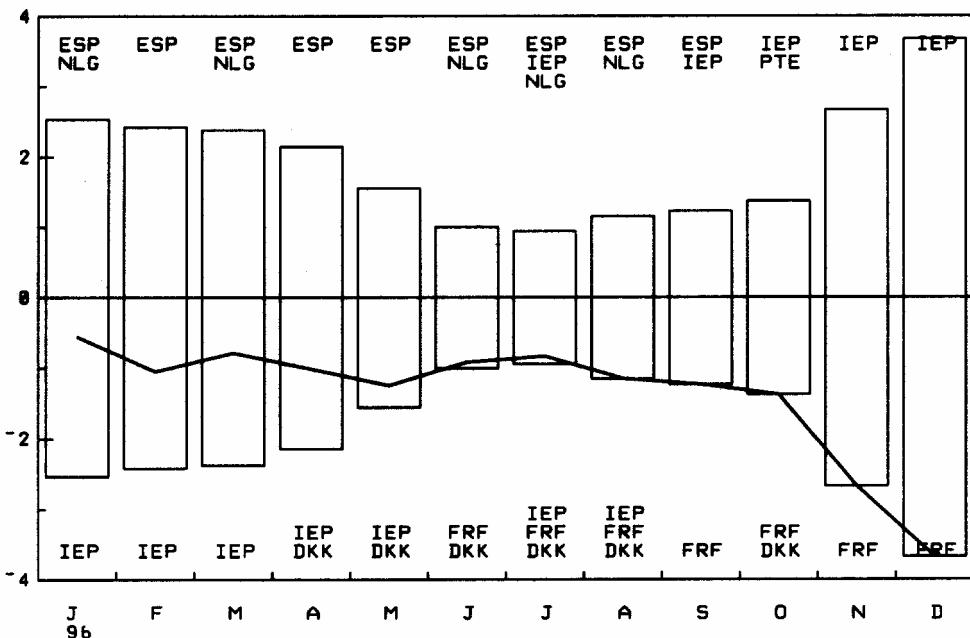
Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 13 janvier 1997

Durant la période sous revue, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen est restée proche de celles des monnaies du noyau dur (deutschmark, florin, franc belge et couronne danoise). La peseta est, quant à elle, demeurée bien orientée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



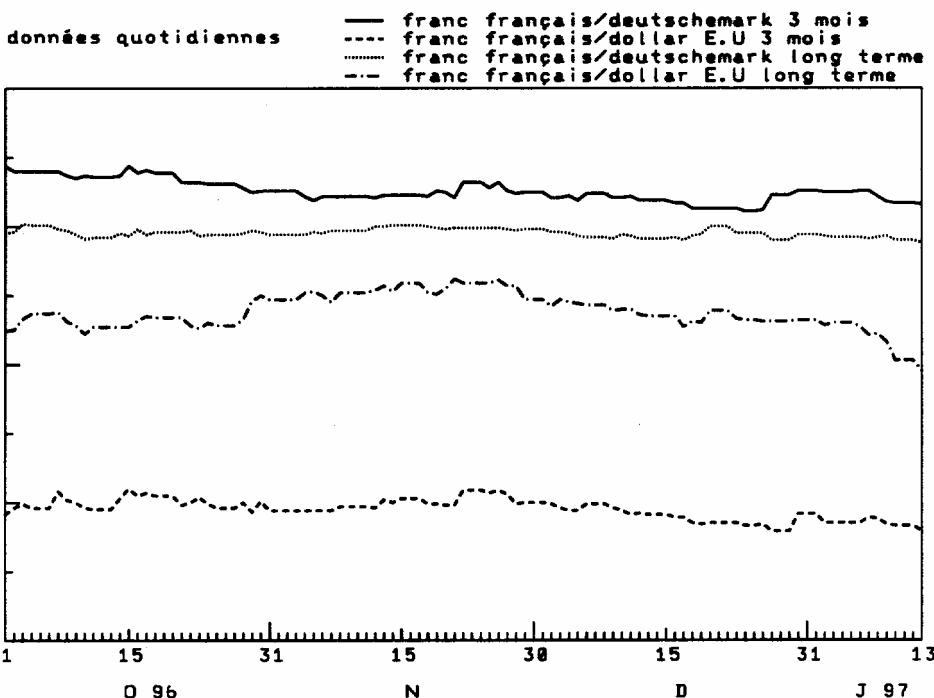
Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure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

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

Mise à jour le 13 janvier 1997

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise a enregistré en décembre les écarts positifs moyens les plus importants. Elle est restée durant tout le mois en opposition avec le franc français. Au total, l'écart entre les extrêmes s'est de nouveau sensiblement accentué.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



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

Mise à jour le 13 janvier 1997

L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne a peu varié d'une fin de période à l'autre, les taux ayant évolué dans le même sens dans les deux pays. De son côté, l'écart négatif entre taux français et américains s'est faiblement creusé. Ce mouvement reflète pour l'essentiel la baisse des taux en France.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands est demeuré voisin de zéro. En revanche, la hausse des taux longs aux États-Unis, liée aux tensions sur le marché obligataire américain, a entraîné un accroissement de l'écart négatif entre les taux français et les taux américains.

3.3. Le marché de l'or

Le prix de l'**or** a atteint le 3 décembre son plus bas niveau depuis 32 mois, à 367,40 dollars l'once au premier fixage, en repli de 12 % par rapport aux plus hauts niveaux observés au début de l'année 1996. Par la suite, le cours du métal précieux est demeuré presque constamment en dessous de 370 dollars l'once. Dans un marché étroit, le mouvement de reflux du métal fin apparaît principalement imputable à des prises de position à la vente de fonds d'investissement sur les marchés dérivés. Ces décisions d'investissement ont été elles-même motivées par des rumeurs non confirmées de ventes d'or par des banques centrales.

COURS DE L'OR			
	29 novembre 1996	31 décembre 1996	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	62 100,00	62 100,00	-
Lingot (le kg).....	62 400,00	62 950,00	0,88
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	359,00	356,00	- 0,84
Vreneli	359,00	356,00	- 0,84
Union latine	359,00	356,00	- 0,84
Souverain.....	463,00	454,00	- 1,94
20 dollars	120,00	122,50	2,08
Peso mexicain	2 320,00	2 300,00	- 0,86
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	371,90	369,55	- 0,63
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35		Mise à jour le 31 décembre 1996	

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en décembre 1996

Les indicateurs

En décembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont progressé de 0,2 %, après une baisse de 0,1 % en novembre. Sur un an, le glissement s'établit à 1,7 %, contre 2,1 % en décembre 1995.

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,9 % en volume (au prix de l'année 1980) au troisième trimestre 1996, après une progression de 1,2 % au premier trimestre 1996 et une diminution de 0,2 % au deuxième trimestre. À la fin du troisième trimestre, l'acquis de croissance est de 1,3 %.

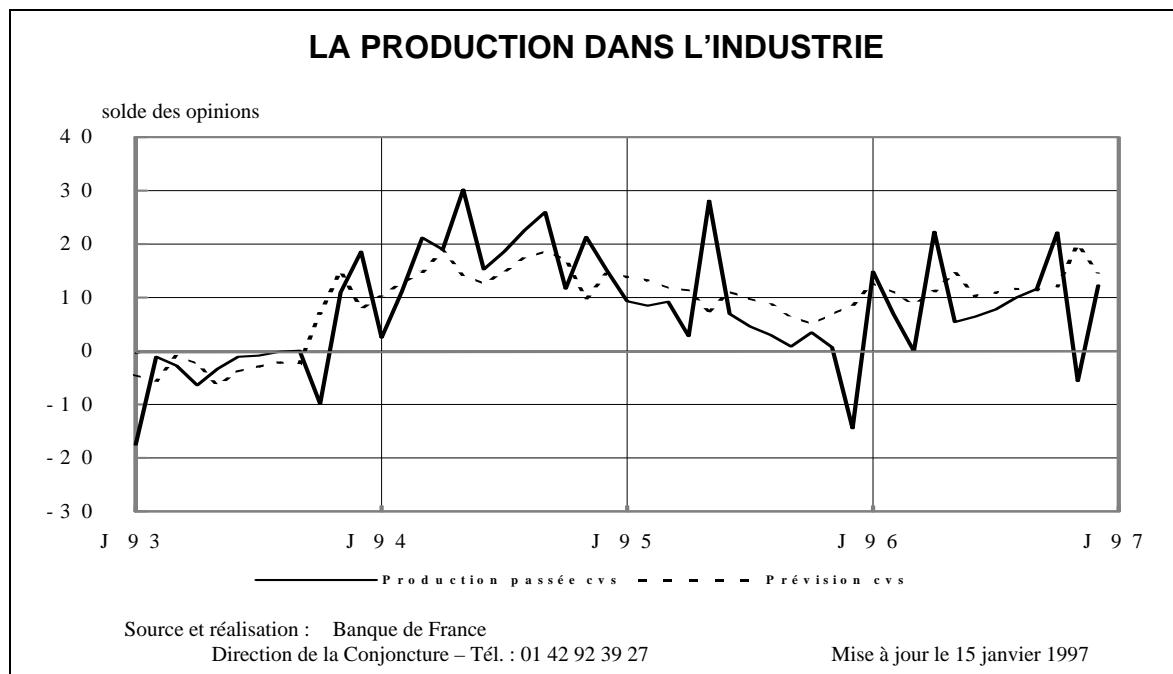
L'activité dans le BTP s'est repliée au cours du quatrième trimestre et accuse un net retrait sur un an.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a légèrement diminué (- 0,1 %) au cours du troisième trimestre 1996 et s'établit à 13 336 500 unités.

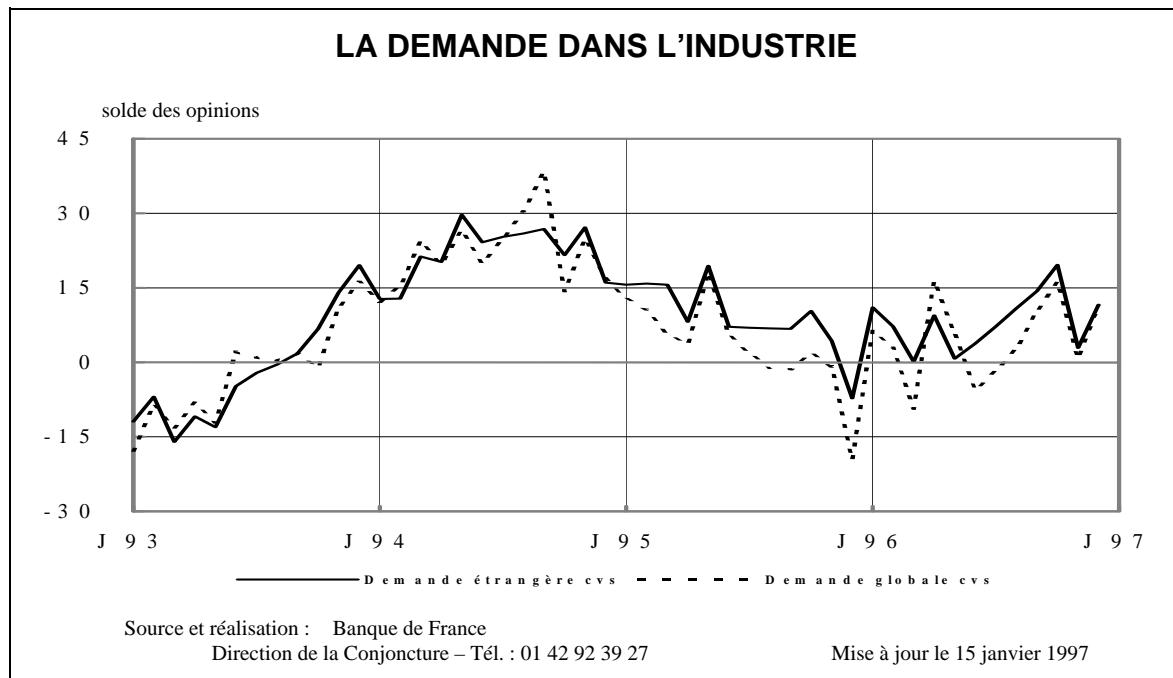
En novembre, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a augmenté de 0,7 % et atteint 3 121 500 personnes. En glissement annuel, il progresse de 5,0 %. Le taux de chômage, au sens du BIT, est de 12,7 % de la population active, contre 12,6 % le mois précédent. Sur un an, il a progressé de 1,1 point.

En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a progressé dans l'ensemble des secteurs hormis celui des biens intermédiaires, où elle est restée stable. Les industries agro-alimentaires et le secteur des biens de consommation ont été les mieux orientés.

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

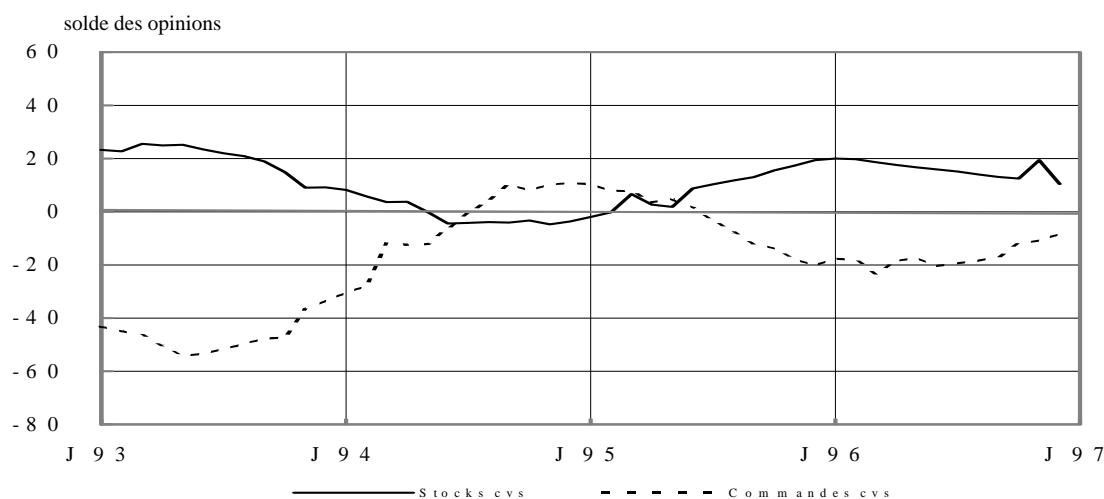


En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité *industrielle* a progressé dans l'ensemble des secteurs hormis celui des biens intermédiaires, où elle est restée stable. Les industries agro-alimentaires et les biens de consommation ont été les mieux orientés.



La *demande globale* s'est raffermie, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation, où les commandes des États-Unis et des pays d'Asie restent les plus étendues. La compétitivité des produits nationaux est soutenue par le redressement des monnaies qui s'étaient affaiblies antérieurement (dollar, livre sterling, lire italienne, notamment).

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



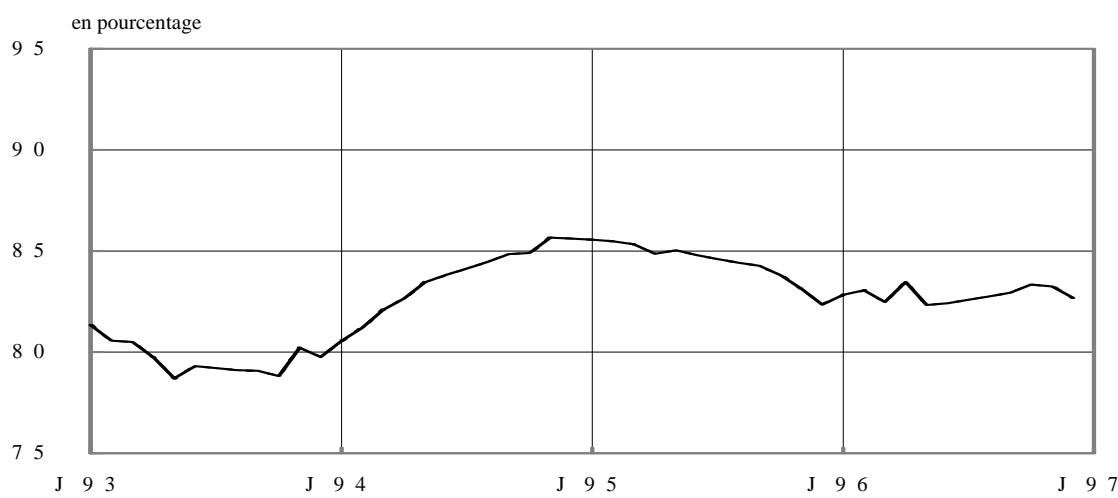
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 janvier 1997

Les carnets de commandes se rapprochent de la normale dans tous les secteurs sauf dans les biens intermédiaires où ils restent insuffisants. Les stocks se sont allégés avec la fin du conflit dans les transports routiers ; ils apparaissent maintenant normaux dans les biens d'équipement et l'industrie automobile.

Au cours des prochains mois, la plupart des secteurs devraient continuer de croître, à un rythme modéré.

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



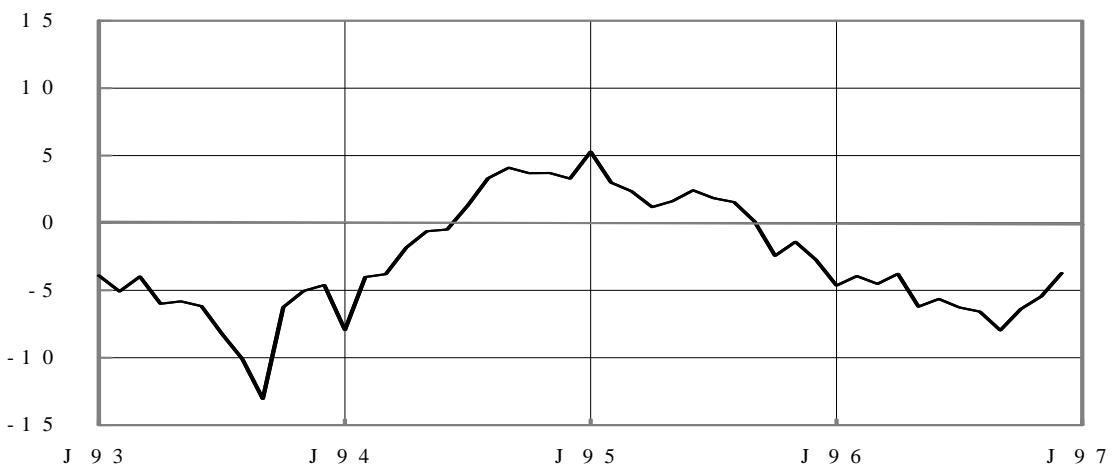
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 15 janvier 1997

Le taux d'utilisation des capacités de production n'a guère varié.

LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)

solde des opinions



4.2. La balance des paiements en octobre 1996

En octobre, le solde des transactions courantes a dégagé, en données brutes, un excédent substantiel de 13 milliards de francs. Ce résultat est dû au maintien à un niveau élevé des exportations de biens et services et à un courant d'importations moins soutenu par rapport au mois précédent.

En contrepartie, des sorties de capitaux sont recensées, au titre des dégagements de non-résidents sur titres français ainsi que du secteur bancaire.

Pour les *dix premiers mois* de l'année, le solde excédentaire des transactions courantes s'élève à 91 milliards de francs, soit 23 milliards de plus que l'année précédente, à la suite surtout d'une augmentation de l'excédent des échanges de biens, les exportations ayant progressé plus vite que les importations (3,1 %, contre 1,3 %).

Les sorties de capitaux sont importantes, mais la structure des flux financiers s'est modifiée sensiblement d'une année à l'autre. En dépit d'un montant important d'investissements directs en France, le solde est redevenu négatif, en raison d'une politique d'investissements directs à l'étranger très dynamique de la part des entreprises françaises.

Par rapport à la même période de 1995, les résidents ont plus que triplé leurs achats de titres étrangers, dans le cadre d'une diversification internationale des portefeuilles plus prononcée. Les non-résidents ont vendu des titres français, devenus moins rémunérateurs, à hauteur de 70 milliards de francs, contre des achats de 67 milliards au cours de la période précédente.

Des mouvements de sens opposé sont observés dans le secteur bancaire (dépôts, crédits), avec 201 milliards de francs d'entrées, en raison notamment du dénouement de couverture des non-résidents ou de prises de couverture par des résidents. Au total, les réserves de change progressent très légèrement.

AVERTISSEMENT

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

Dans le même temps, la Balance des paiements exclura, pour les besoins des autorités européennes, les TOM du périmètre économique de la France, mais les maintiendra sur les documents adressés chaque trimestre au FMI.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Méthodologie au 1^{er} janvier 1996 (a)

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1995 (b)	Juin 1996 (c)	Juillet 1996 (d)	Août 1996 (d)	Septembre 1996 (d)	Octobre 1996 (d)	10 mois 1995 (b)	10 mois 1996 (d)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	81 416	4 433	8 548	1 591	17 226	12 986	67 759	91 103
<i>Biens</i>	55 786	5 914	7 809	4 405	3 135	12 161	42 665	64 355
<i>Services</i>	71 932	8 436	9 960	5 765	7 451	7 751	63 817	62 901
<i>Autres biens et services</i>	17 909	472	600	400	600	400	14 607	5 432
Total « Biens et services »	145 627	14 822	18 369	10 570	11 186	20 312	121 089	132 688
<i>Revenus</i>	-23 791	-2 986	-1 778	-2 152	366	-613	-24 103	-20 782
<i>Transferts courants</i>	-40 420	-7 403	-8 043	-6 827	5 674	-6 713	-29 227	-20 803
COMPTE DE CAPITAL	-895	-89	-34	-154	-115	-25	-569	-867
COMPTE FINANCIER	-104	6 251	-12 487	-11 252	-11 774	-16 546	-80 002	-86 908
<i>122</i>								
<i>Investissements directs</i>	24 276	-8 847	7 264	287	412	6 797	19 213	-10 360
– français à l'étranger	-93 913	-12 704	-3 624	-7 856	-6 928	-1 366	-64 272	-92 166
– étrangers en France	118 189	3 857	10 888	8 143	7 340	8 163	83 485	81 806
<i>Investissements de portefeuille</i>	-10 591	-24 044	2 778	-12 872	-26 793	-9 277	3 638	-276
– Avoirs	-74 916	-38 419	-15 631	1 398	-20 693	1 506	-63 240	-206
– Engagements	64 325	14 375	18 409	-14 270	-6 100	-10 783	66 878	-69 876
<i>Autres investissements</i>	-114	39 134	-22 510	1 506	14 598	-13 651	-99 705	200 965
– Avoirs	159	-212	-16 304	-74 789	42 088	-40 787	35 289	571
– Engagements	181	98 022	55 438	52 279	-40 582	55 385	-48 940	36 756
<i>Avoirs de réserve</i>	-3 648	8	-19	-173	9	-415	-3 148	-926
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	23 601	-10 595	3 973	9 815	-5 337	3 585	12 812	-3 328

(a) Cf. présentation des changements méthodologiques dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 28 (avril 1996)

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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 janvier 1997

4.2.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes, en données brutes, d'octobre 1996, ressort à 13 milliards de francs, ce qui porte le solde cumulé sur les dix premiers mois de 1996 (+ 91,1 milliards) nettement au-dessus de son équivalent de 1995 (+ 67,8 milliards).

En données cvs, l'excédent du mois d'octobre (13,4 milliards de francs) dépasse également celui d'octobre 1995 (2,4 milliards de francs). Cette évolution favorable est liée à la vigueur du solde commercial, à la stabilité de l'excédent des services et, dans une moindre mesure, à une légère résorption du déficit des revenus. En cumul, sur les dix premiers mois de 1996, le solde des transactions courantes atteint ainsi + 97,3 milliards de francs, contre + 68,3 milliards sur la période correspondante de 1995.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Compte de transactions courantes et compte de capital

Méthodologie au 1^{er} janvier 1996

(données brutes – en millions de francs)

	Année	Septembre	Octobre	Cumul 10 mois	Cumul 10 mois
	1995	1996	1996	1995	1996
	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES					
Biens	81 416	17 226	12 986	67 759	91 103
<i> Marchandises générales</i>	55 786	3 135	12 161	42 665	64 355
<i> Services</i>	47 427	2 652	11 008	35 001	55 639
<i> Transport.....</i>	71 932	7 451	7 751	63 817	62 901
<i> - Transports maritimes</i>	-8 020	184	-389	-6 713	-5 217
<i> - Transports aériens</i>	-5 456	-309	-496	-4 509	-4 072
<i> - Autres.....</i>	-2 564	493	107	-2 204	-1 145
<i> Autres services</i>	4 101	235	741	3 481	4 012
<i> Voyages</i>	55 894	4 695	5 538	50 258	48 386
<i> Services techniques</i>	7 253	1 204	1 023	3 758	7 963
<i> Autres services</i>	-3 824	460	-1 221	-3 589	-4 331
Autres biens et services	17 909	600	400	14 607	5 432
Total « Biens et services »	145 627	11 186	20 312	121 089	132 688
Revenus	-23 791	366	-613	-24 103	-20 782
Transferts courants	-40 420	5 674	-6 713	-29 227	-20 803
<i> donc : Secteur des administrations publiques</i>	-39 586	5 902	-6 091	-27 237	-16 219
COMPTE DE CAPITAL	-895	-115	-25	-569	-867
<i> donc : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	-435	-55	-23	-115	-100

(données cys-cio – en millions de francs)

	Année	Septembre	Octobre	Cumul 10 mois	Cumul 10 mois
	1995 (a)	1996 (b)	1996 (b)	1995 (a)	1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES					
Biens	79 681	14 155	13 379	68 301	97 311
<i>Marchandises générales.....</i>	55 841	4 768	9 662	47 805	69 365
<i>Services</i>	47 227	3 741	9 047	39 728	60 357
Services	71 660	7 048	8 507	63 013	62 238
<i>Transports maritimes.....</i>	-5 418	-292	-696	-4 623	-4 139
<i>Transports aériens.....</i>	-2 417	387	-104	-1 993	-901
<i>Voyages.....</i>	56 031	4 616	6 423	48 702	46 835
Autres biens et services	18 011	518	415	15 228	5 730
Revenus.....	-25 018	-4 535	3 661	-15 877	-11 159
Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)	-41 537	5 196	-5 698	-32 863	-27 582

(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 janvier 1997

4.2.1.1. Les principales évolutions du commerce extérieur de marchandises en octobre 1996 (source Douanes)

Évolution globale

L'excédent du commerce extérieur atteint, en octobre, le niveau historiquement le plus élevé, à 17,3 milliards de francs en données brutes (17 milliards en données cvs), ce qui porte le cumul des dix premiers mois à 101,6 milliards, contre + 78 milliards sur la période correspondante de 1995, (103 milliards en données cvs, contre 79,2 milliards en 1995).

Ce résultat est atteint dans un contexte de contraction des importations de 2,1 %, alors que les exportations s'accroissent de 3,8 %. La progression de ces dernières est imputable à l'industrie civile, qui enregistre un excédent, inégalé jusque-là, de 14,1 milliards de francs, soit l'équivalent de l'excédent de l'ensemble du premier trimestre 1996. Les ventes ont fait preuve de dynamisme toutes zones confondues.

L'amélioration, constatée sur les dix premiers mois, est liée, dans une large mesure, à une progression de 3 % des exportations industrielles et à une orientation très favorable des échanges avec les pays de l'OCDE.

Orientation géographique :affermissement généralisé des excédents, en particulier sur la zone hors OCDE (en données cvs CAF-FAB)

Les faits majeurs sont les suivants.

– Avec les pays de l'*Union européenne*, l'excédent s'établit à 6,2 milliards de francs, soit en nette amélioration par rapport au mois de septembre (4,4 milliards), dans une conjoncture de contraction des importations de 2,7 %, alors que les exportations ne se réduisent que de 0,4 % d'un mois à l'autre. Cette évolution place l'excédent largement au-dessus de la moyenne des douze derniers mois (3,1 milliards de francs).

– La résorption marquée du déficit des échanges avec les *autres pays de l'OCDE* (0,7 milliard de francs, contre – 3,3 milliards) est à relier avant tout à une poussée des exportations (+ 8,7 %), alors que les importations décélèrent de 2,7 % d'un mois à l'autre. Le déficit à l'égard de la zone se situe à un niveau inférieur à la moyenne enregistrée pour les douze derniers mois (2 milliards de francs).

– Le solde des échanges commerciaux avec les *pays d'Asie à économies en développement rapide* enregistre, à + 1,4 milliard de francs, une meilleure performance qu'au mois de septembre (– 0,9 milliard), ce qui est imputable à des livraisons de quatre Airbus pour plus de 2,1 milliards. Le solde s'inscrit ainsi au-dessus de la moyenne des douze derniers mois (– 0,1 milliard de francs).

– Les ventes vers les *pays de l'Est* poursuivent leur augmentation, et se sont accrues au total de 34 % sur les dix premiers mois par rapport à la période correspondante de 1995.

Évolution par produits :excédent historiquement très élevé de l'industrie civile (en données cvs CAF-FAB)

Les évolutions suivantes peuvent être retenues.

– L'*excédent industriel* atteint un niveau exceptionnel de 14,1 milliards de francs (contre 5,6 milliards en septembre), à la fois en raison de l'accroissement des exportations (de 4,4 %) et du ralentissement des importations (de 3,7 %).

– L'*ensemble des échanges automobiles* (*y compris les pièces détachées*) dégage un net excédent de 4,6 milliards de francs, après 1,8 milliard en septembre, essentiellement sous l'effet d'une brutale contraction des importations avec l'arrivée à terme de la prime gouvernementale.

– La progression sensible de l'*excédent agro-alimentaire* (5,7 milliards de francs, contre 4,9 milliards en septembre), qui se situe au-dessus de son niveau moyen des six et douze derniers mois (respectivement 4,3 milliards et 4,4 milliards), est due avant tout au solde positif des produits bruts (2,9 milliards, après 2,3 milliards), qui atteint le meilleur résultat de l'année 1996, du fait d'un flux d'importation le plus faible de l'année.

– Le déficit des produits énergétiques s'accroît à 7,7 milliards de francs (6,2 milliards en septembre), sous l'effet d'une augmentation des importations de 14 %. Sur les dix premiers mois de 1996, et atteint 60,4 milliards de francs, contre 49,6 milliards sur la période correspondante de 1995. Cet alourdissement résulte du renchérissement du coût moyen d'approvisionnement (effets de détérioration du cours du change du franc contre dollar et du renchérissement du baril en dollars), alors que, d'une période à l'autre, les volumes sont en stagnation.

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

Ce poste, qui regroupe les lignes *marchandises générales*¹, *avitaillement et travail à façon et réparations*, dégage un excédent de 9,7 milliards de francs, après un solde de + 4,8 milliards en septembre, soit un cumul de + 69,4 milliards sur les dix mois de 1996.

Les services (en données cvs)

L'excédent des services progresse en octobre (8,5 milliards de francs, contre 7 milliards en septembre), essentiellement sous l'effet de la forte amélioration du résultat des voyages (+ 6,4 milliards) et du négoce international (+ 2 milliards, contre 0,9 milliard). Les échanges de services sur les dix derniers mois enregistrent un excédent équivalent à celui de la même période de 1995 (62,3 milliards de francs, contre 63 milliards en 1995), mais par suite d'évolutions contrastées.

L'excédent des voyages s'inscrit légèrement en retrait par rapport à celui de 1995 (46,8 milliards de francs, contre 48,7 milliards en 1995), résultat imputable avant tout à la forte croissance des dépenses (+ 9,2 %), alors que les recettes progressent à un rythme modéré (+ 3,8 %).

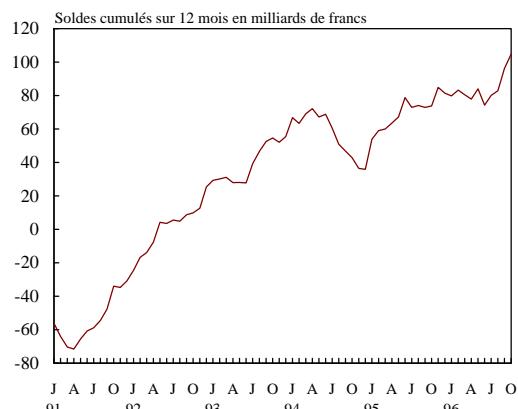
Hors voyages, les recettes et les dépenses des services suivent des évolutions plus proches (+ 2,7 % et + 2,4 %).

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

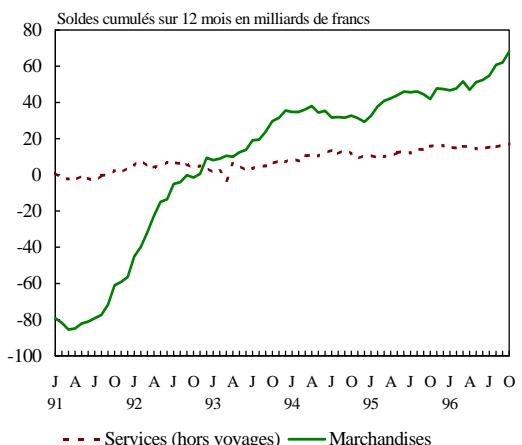
BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Méthodologie au 1^{er} janvier 1996

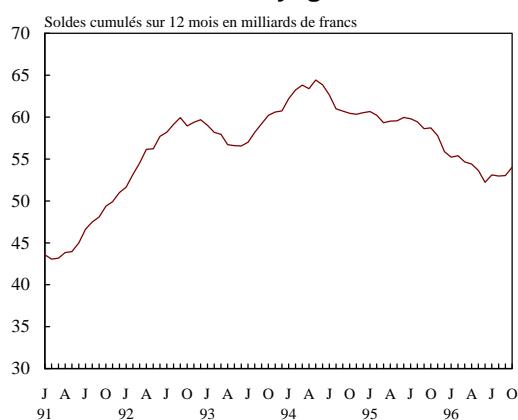
Transactions courantes



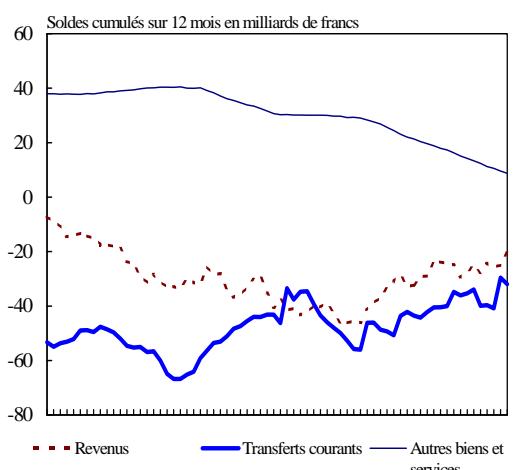
Marchandises et services (hors voyages)



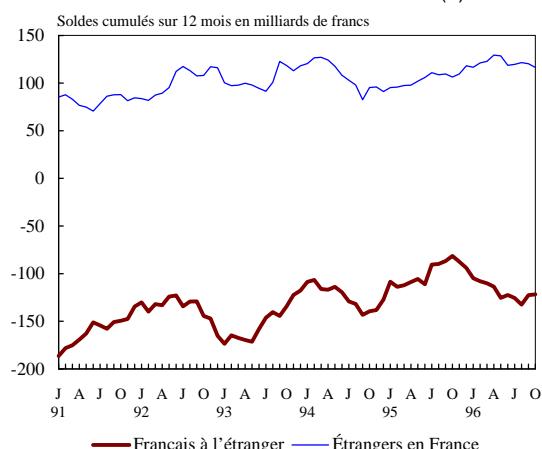
Voyages



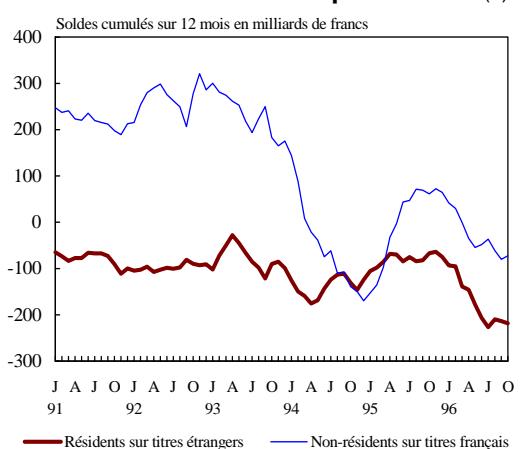
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



(a) En signe de balance

Source et réalisation :

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 7 janvier 1997

Banque de France

En octobre, l'excédent du *négoce international* atteint 2 milliards de francs, contre 0,9 milliard le mois précédent. Sur les dix premiers mois de 1996, le cumul du solde ressort à + 9,7 milliards, contre + 12,4 milliards sur la période correspondante de 1995. Le retrait relatif d'une période à l'autre est lié à des opérations exceptionnelles (livraisons de matériel ferroviaire) au printemps 1995, ce qui limite la portée de la comparaison avec le cumul de 1996, qui dépasse en fait le niveau supérieur à celui de 1994 (7,5 milliards de francs).

Les services de construction restent excédentaires de 1,5 milliard de francs, ce qui porte le cumul de l'année à 10,6 milliards (8,2 milliards en 1995) et en fait le deuxième contributeur de la ligne des services.

Le solde des services techniques ressort à 1 milliard de francs, après + 1,2 milliard en septembre. Le cumul sur dix mois s'élève à + 8,7 milliards de francs, soit près du doublement de celui de la période correspondante de 1995 (+ 4,5 milliards). Cette évolution s'explique notamment par les opérations de coopération dans le domaine aéronautique et spatial.

Le solde des transports enregistre un léger excédent, à 0,6 milliard de francs, en octobre, contre + 0,3 milliard en septembre. Cette amélioration relative intervient, toutefois, dans un contexte de réduction des flux (- 1 % pour les recettes et - 3 % pour les dépenses, d'une période à l'autre). Sur les dix premiers mois de 1996, le cumul est ainsi porté à - 1,4 milliard de francs, contre - 3,2 milliards sur la période correspondante de 1995. L'amélioration est liée, en particulier, aux opérations de transport aérien (- 0,1 milliard de francs en octobre) dont le cumul sur les dix premiers mois de 1996 ressort à - 0,9 milliard, contre - 2 milliards en 1995.

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 correspondantes et les crédits commerciaux, s'établit à 0,6 milliard au mois d'octobre.

Les revenus (en données cvs)

Le poste dégage un excédent (+ 3,7 milliards de francs, après - 4,5 milliards en septembre) qui provient en partie des rémunérations des salariés (+ 1,5 milliard), dont le cumul ressort à 10,6 milliards sur la période de janvier à octobre 1996, soit un résultat supérieur à celui de la période correspondante de 1995 (+ 9 milliards).

Les revenus des investissements, pour leur part, font apparaître un quasi-équilibre (+ 0,1 milliard de francs), après un déficit de - 3,4 milliards en septembre. Le cumul sur les dix premiers mois de 1996 ressort ainsi à - 25,2 milliards de francs, en très légère progression par rapport aux dix premiers mois de 1995 (- 28,4 milliards).

Les revenus des investissements directs dégagent un solde en nette progression d'une période à l'autre (+ 11,7 milliards de francs, contre + 4,3 milliards sur les dix mois de 1995).

Les transferts courants (en données cvs)

Le solde des transferts courants est revenu d'un mois à l'autre de + 5,2 milliards à - 5,7 milliards. L'excédent du mois de septembre intégrait la rétrocession de l'excès de la contribution versée aux institutions européennes. Sur les dix premiers mois de 1996, le déficit des transferts courants se contracte par rapport au résultat de la période correspondante de 1995, avec - 27,6 milliards de francs, contre - 32,9 milliards en 1995.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Les transferts en capital portent, au mois d'octobre, sur des montants négligeables, comme au cours des mois précédents.

4.2.3. Le compte financier

En octobre 1996, le compte financier a enregistré des sorties nettes de 16,5 milliards de francs, alors que les avoirs de réserve sont restés pratiquement stables.

Investissements directs

Pour le mois d'octobre, les opérations d'investissements directs (y compris, depuis janvier 1996, les prêts et emprunts à court terme entre affiliés) ont dégagé un solde positif de 6,8 milliards de francs. Les opérations des résidents à l'étranger ont été à l'origine de sorties à hauteur de 1,4 milliard de francs, sous forme, essentiellement, d'apports en capital.

Pour leur part, les non-résidents ont réalisé des investissements en France pour 8,2 milliards de francs, se répartissant entre les apports en capital (2,6 milliards) et les autres opérations (5,6 milliards).

Investissements de portefeuille

Les *investissements de portefeuille* (incluant les instruments du marché monétaire depuis janvier 1996) ont entraîné des sorties nettes de 9,3 milliards de francs.

Les résidents ont procédé à des cessions nettes de titres étrangers à hauteur de 1,5 milliard de francs. Des ventes substantielles sont intervenues sur les instruments du marché monétaire étrangers pour 13,6 milliards de francs. Parallèlement, les résidents se sont portés acquéreurs d'obligations (8,1 milliards de francs), d'actions (3,6 milliards) et de titres d'OPCVM (0,5 milliard).

Les non-résidents ont procédé à des ventes nettes de titres français, pour un montant total de 10,8 milliards de francs, ce mouvement résultant principalement de cessions d'obligations (11,5 milliards) et d'instruments du marché monétaire (4,2 milliards), compensées en partie par des acquisitions d'actions (4,9 milliards).

Autres investissements

En octobre 1996, les mouvements de capitaux des *autres investissements* ont été à l'origine de sorties nettes à hauteur de 13,7 milliards de francs, résultant de la baisse conjointe des avoirs, de 35,3 milliards, et des engagements, de 48,9 milliards.

Plus précisément, alors que les seules opérations des non-résidents en francs sont à l'origine d'entrées de 22,7 milliards, les opérations du secteur bancaire ont entraîné 24 milliards de sorties nettes, compte tenu d'une diminution simultanée des avoirs, de 26,9 milliards, et des engagements, de 50,9 milliards de francs, et les opérations du secteur des administrations publiques ont dégagé un solde légèrement négatif, de 0,3 milliard. À l'inverse, les autres secteurs ont suscité des entrées nettes de 18,4 milliards de francs.

Avoirs de réserve

En octobre 1996, les avoirs de réserve ont enregistré une légère baisse (0,4 milliard de francs), après une hausse de 0,2 milliard au troisième trimestre de 1996.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

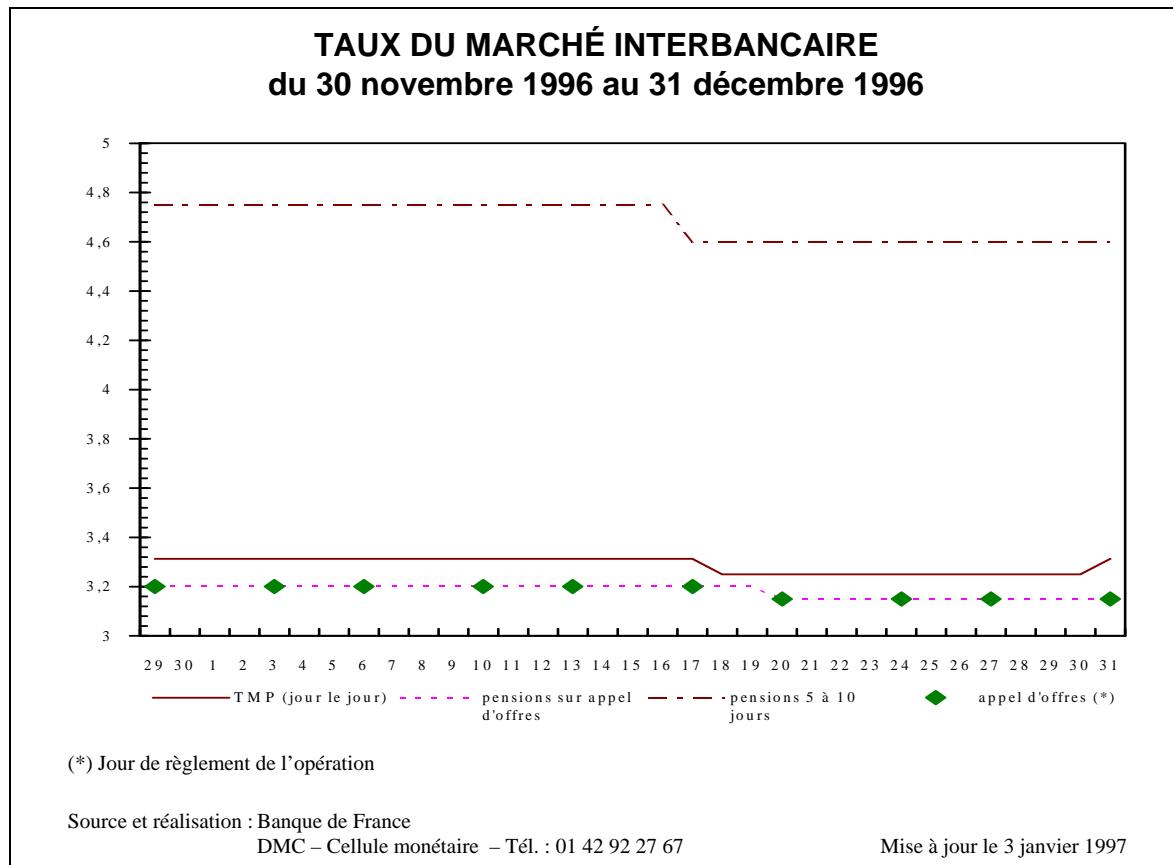
Au cours du mois de décembre, les compartiments court et long des marchés de capitaux ont enregistré des évolutions sensiblement divergentes : les rendements courts ont continué de se détendre à la faveur de la réapparition d'anticipations d'une poursuite des mesures d'assouplissement monétaire en Europe, tandis que les taux obligataires subissaient partiellement le contrecoup d'une nouvelle tension des rendements à long terme aux États-Unis.

En dépit de tensions ponctuelles observées à l'approche du sommet européen de Dublin, les rendements courts ont poursuivi leur repli. L'accord conclu au cours de ce Sommet sur le futur pacte de stabilité de la zone euro a, au demeurant, largement contribué à cette évolution, tout en favorisant un sensible raffermissement du franc vis-à-vis du deutschemark.

Dans ce contexte, la Banque de France a décidé, le 17 décembre, une baisse du taux des pensions de 5 à 10 jours, ramené de 4,75 % à 4,60 %, et du taux des appels d'offres, réduit de 3,20 % à 3,15 %.

Contrairement aux taux courts, les rendements obligataires se sont nettement tendus. Cette évolution s'est effectuée dans le sillage de la dégradation enregistrée sur le marché américain, elle-même liée à l'apparition d'inquiétudes quant au niveau des pressions inflationnistes outre-Atlantique.

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



La Banque de France a abaissé son taux des appels d'offres de 5 points de base, à 3,15 %, en date de valeur du 20 décembre 1996. D'autre part, le taux des pensions de 5 à 10 jours a été ramené à 4,60 %, le 17 décembre, contre 4,75 % précédemment.

Après s'être maintenu sur le niveau de 3 5/16 %, le loyer de l'argent au jour le jour s'est replié d'1/16 de point, le 18 décembre, pour s'établir dans une fourchette de 3 3/16-3 5/16 % jusqu'au 30 décembre. Il a temporairement regagné 1/16 de point le lendemain, en raison de l'impact du passage de la fin de l'année.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 novembre-15 décembre se sont élevées à 20,8 milliards de francs (dont 14 milliards sous forme de billets) pour une moyenne requise de 20,1 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Novembre 1996	Décembre 1996	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-249,6	-254,8	-5,2
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-7,2	-8,1	-0,9
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	123,3	121,8	-1,5
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU			
AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	11,2	6,9	-4,3
DIVERS	8,8	7,1	-1,7
TOTAL	-113,6	-127,0	-13,4
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	71,8	75,5	3,7
– Autres pensions	21,2	33,6	12,4
– Bons du Trésor achetés ferme	21,5	21,3	-0,2
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-0,8	-3,3	-2,5
TOTAL	113,6	127,0	13,4

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

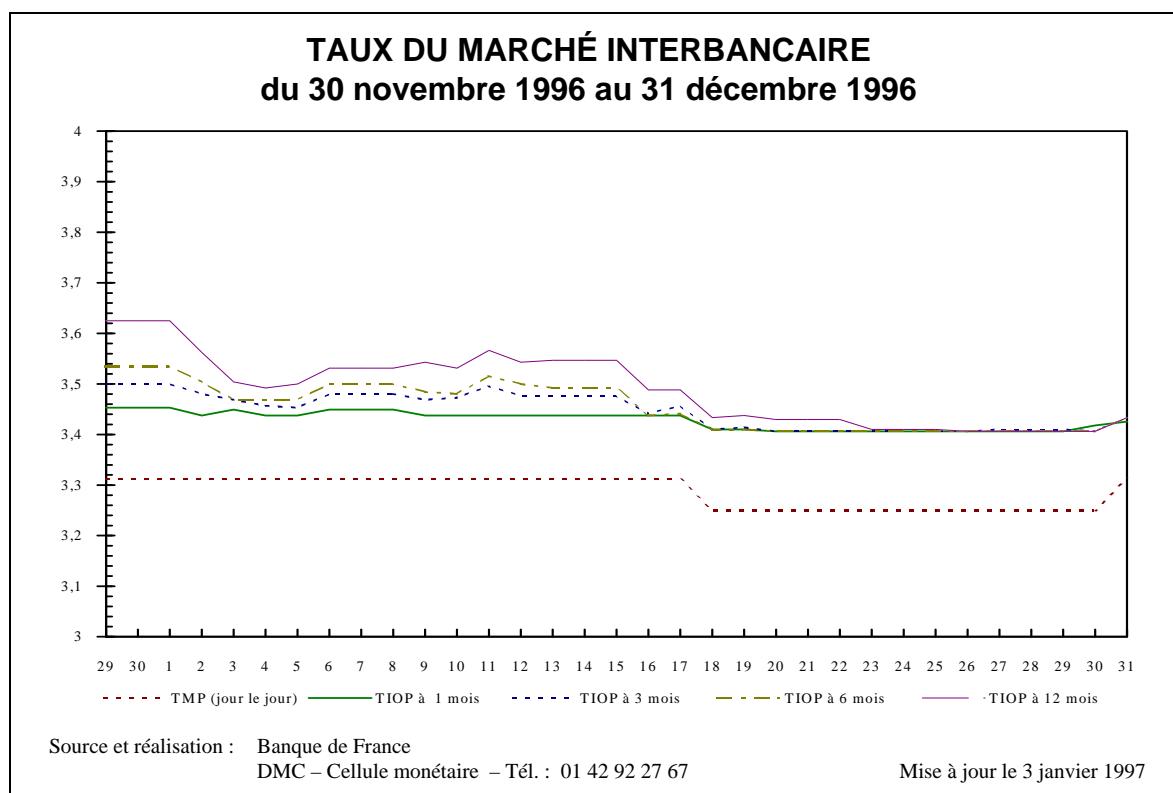
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

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

Mise à jour le 3 janvier 1997

Comme à l'accoutumée en fin d'année, la circulation fiduciaire s'est accrue, exerçant un effet restrictif sur les trésoreries bancaires. On notera, par ailleurs, que l'évolution du solde du compte du Trésor n'a que faiblement contribué à resserrer la liquidité bancaire, à l'inverse de ce qui était observé les années précédentes en décembre, parce que celui-ci a procédé au placement sur le marché, sous forme de prise en pension, de l'essentiel du surcroît de disponibilités dont il a bénéficié, comme à chaque fin d'année.

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



En dépit de tensions ponctuelles à l'approche de la tenue du sommet européen de Dublin, le 14 décembre, les rendements courts ont été globalement orientés à la baisse, dénotant la réapparition d'anticipations d'un possible assouplissement supplémentaire des politiques monétaires en Europe au cours des prochains mois.

Par ailleurs, la crédibilité du processus d'Union monétaire s'est trouvée renforcée par l'accord intervenu lors du sommet européen sur le futur pacte de stabilité de la zone euro, ce qui a contribué à la détente des taux et à un sensible raffermissement du franc par rapport au deutschemark sur les marchés de change. Le deutschemark est ainsi repassé sous la barre des 3,38 francs, soit à des niveaux voisins des plus bas de cette année, qui avaient été observés au début du mois de mai.

Dans ce contexte, la Banque de France a annoncé, le 17 décembre, une baisse du taux des opérations sur appels d'offres et du taux des pensions de 5 à 10 jours, respectivement de 5 points de base et de 15 points de base. Cette baisse est intervenue dans un contexte de réduction des taux directeurs dans d'autres pays européens : Espagne, Portugal et Suède.

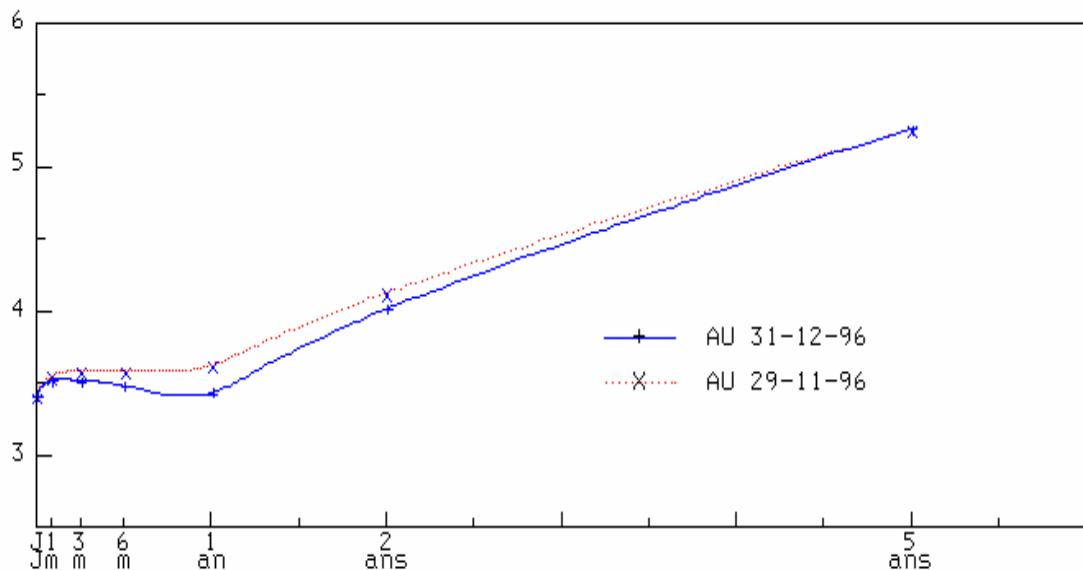
Par ailleurs, les principales banques françaises ont procédé, valeur 18 décembre, à une baisse de 25 points de base de leur taux de base, à 6,30 %.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 novembre 1996	31 décembre 1996	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,4531	3,4258	-0,0273
TIOP à 3 mois.....	3,5000	3,4336	-0,0664
TIOP à 6 mois.....	3,5352	3,4336	-0,1016
TIOP à 1 an.....	3,6250	3,4336	-0,1914
Taux à 2 ans.....	4,1200	4,0100	-0,1100
Taux à 5 ans.....	5,2600	5,2700	0,0100

La détente des rendements, qui s'est concentrée sur les échéances comprises entre 3 mois et 1 an, s'est opérée de manière croissante en fonction de l'éloignement des échéances au point que la courbe des rendements a subi un parfait aplatissement sur ce segment.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

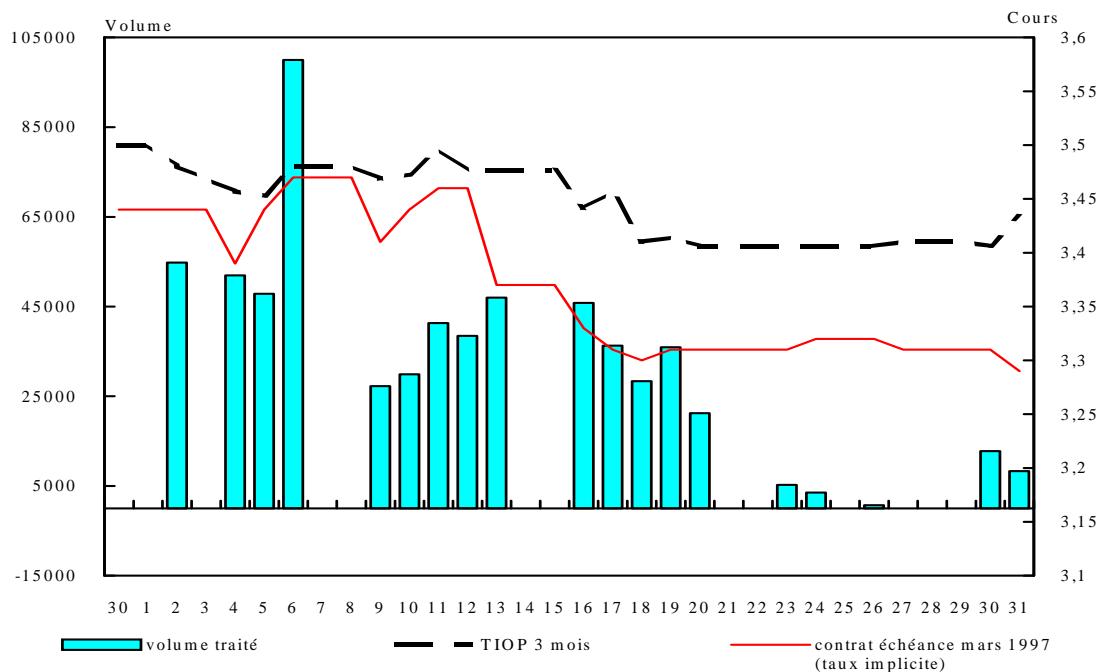


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 janvier 1997

Les taux implicites des contrats Pibor 3 mois ont enregistré une détente notable, accentuant les évolutions à l'œuvre sur le marché au comptant. Ce repli est à peu près identique lorsque l'on considère les contrats jusqu'à décembre 1997 (environ 15 points de base). Au 31 décembre, les taux implicites des contrats d'échéance mars et juin 1997 se situaient à 13 points de base et 8 points de base en deçà du taux au comptant, contre 5 points de base et 1 point de base un mois auparavant.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 30 novembre 1996 au 31 décembre 1996



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

Mise à jour le 3 janvier 1997

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de décembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 104,3 milliards de bons à taux fixe en francs (81,1 milliards de BTF et 23,2 milliards de BTAN).

L'encours total de bons en circulation s'élevait au 31 décembre 1996 à 1 044,6 milliards de francs, soit un montant légèrement inférieur à celui observé à la fin du mois précédent (1 047 milliards). Le montant des bons en écus a diminué, passant de 9,4 milliards de francs à 8,5 milliards.

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 actuel annuel moyen (f)	Taux inter-bancaire (f)
					(d)			
2 déc. 1996	BTF	13 sem.	40 500	13 332	1 323	3,26	3,27	3,27
2 déc. 1996	BTF	52 sem.	18 150	5 565	561	3,35	3,36	3,41
9 déc. 1996	BTF	4 sem.	25 150	4 001	0	3,18	3,20	3,29
9 déc. 1996	BTF	13 sem.	35 550	14 006	0	3,26	3,27	3,36
9 déc. 1996	BTF	26 sem.	15 100	3 006	0	3,30	3,31	3,38
10 déc. 1996	BTAN ÉCUS	5 ans	820	145	0	103,80	103,74	4,98
16 déc. 1996	BTF	13 sem.	48 100	10 751	742	3,25	3,26	3,34
16 déc. 1996	BTF	50 sem.	15 800	3 047	45	3,26	3,28	3,27
19 déc. 1996	BTAN 5,50 %	2 ans	24 285	10 854	1 004	101,68	101,67	3,50
19 déc. 1996	BTAN 5,50 %	5 ans	17 850	9 711	1 461	103,33	103,30	4,70
23 déc. 1996	BTF	13 sem.	28 350	8 068	59	3,21	3,22	3,30
23 déc. 1996	BTF	28 sem.	13 950	5 042	32	3,23	3,24	3,30
30 déc. 1996	BTF	13 sem.	26 600	8 213	205	3,21	3,22	3,30
30 déc. 1996	BTF	48 sem.	12 450	3 072	72	3,25	3,26	3,31
(a) Date d'adjudication								
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel								
(c) En millions de francs ou en millions d'écus pour les bons émis en écus								
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)								
(e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté								
(f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente								
Source :	Banque de France DST – Tél. : 01 42 92 55 99							
Réalisation :	Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67							
								Mise à jour le 3 janvier 1997

Entre les dernières adjudications de novembre et de décembre, les taux à l'émission de BTF 13 semaines et 28 semaines se sont repliés, respectivement de 8 points de base et 15 points de base.

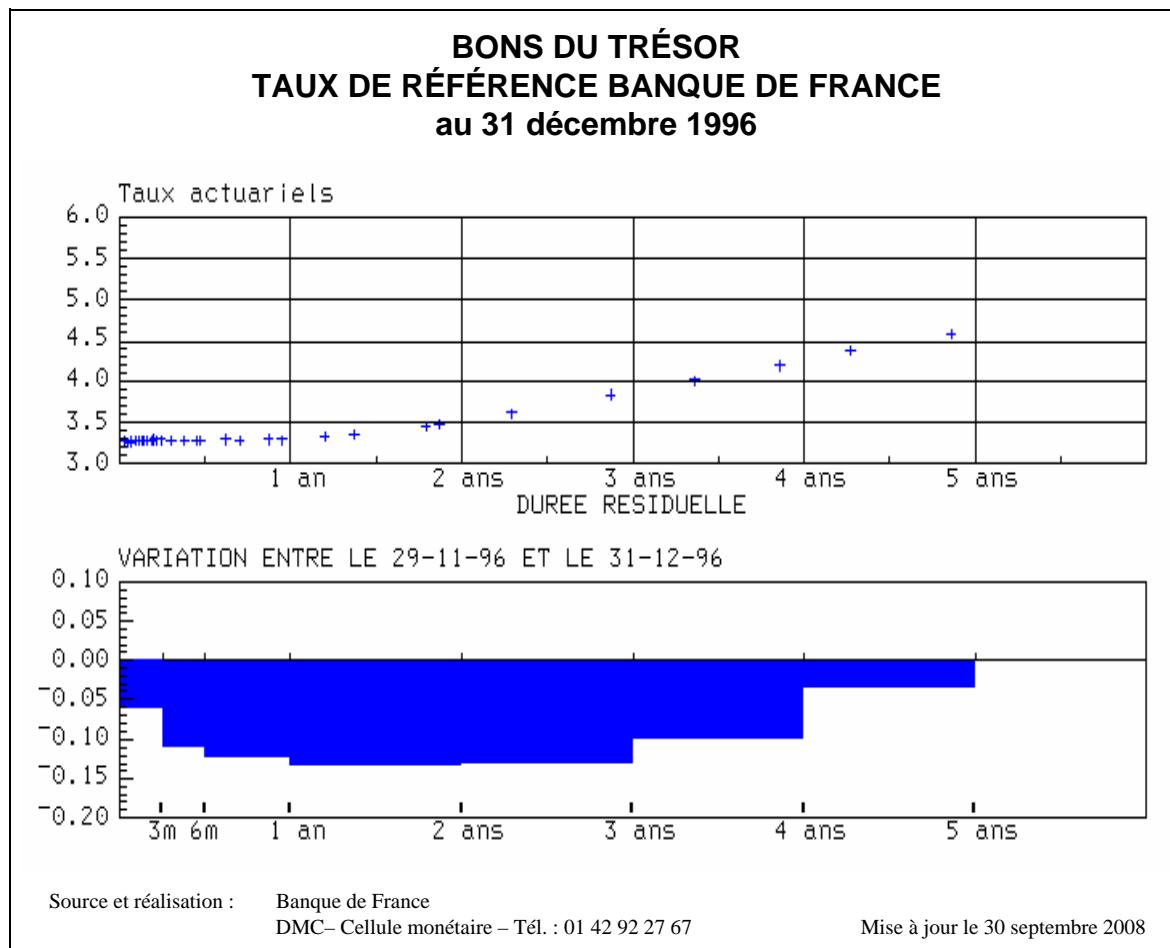
S'agissant des BTAN 2 ans et 5 ans, les taux à l'émission perdent 18 points de base et 14 points de base entre l'adjudication du 21 novembre et celle du 19 décembre.

Marché secondaire

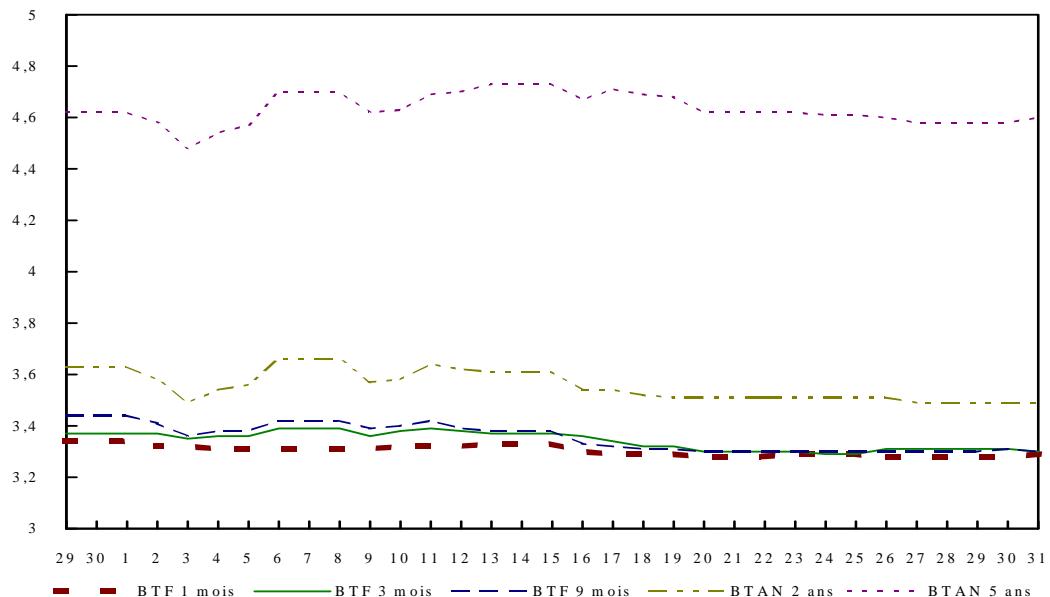
L'évolution du marché secondaire des bons du Trésor au mois de décembre a été marquée par un vif repli des rendements.

Ce mouvement a provoqué un aplatissement de la courbe des rendements jusqu'à l'échéance 2 ans :

- la zone 1 mois à 3 mois sur les BTF se replie de 3 points de base à 7 points de base ;
- de l'échéance 6 mois à 2 ans, la baisse s'établit à 15 points de base environ ;
- au-delà, l'échéance 5 ans ne cède que 2 points de base.



TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 novembre 1996 au 31 décembre 1996



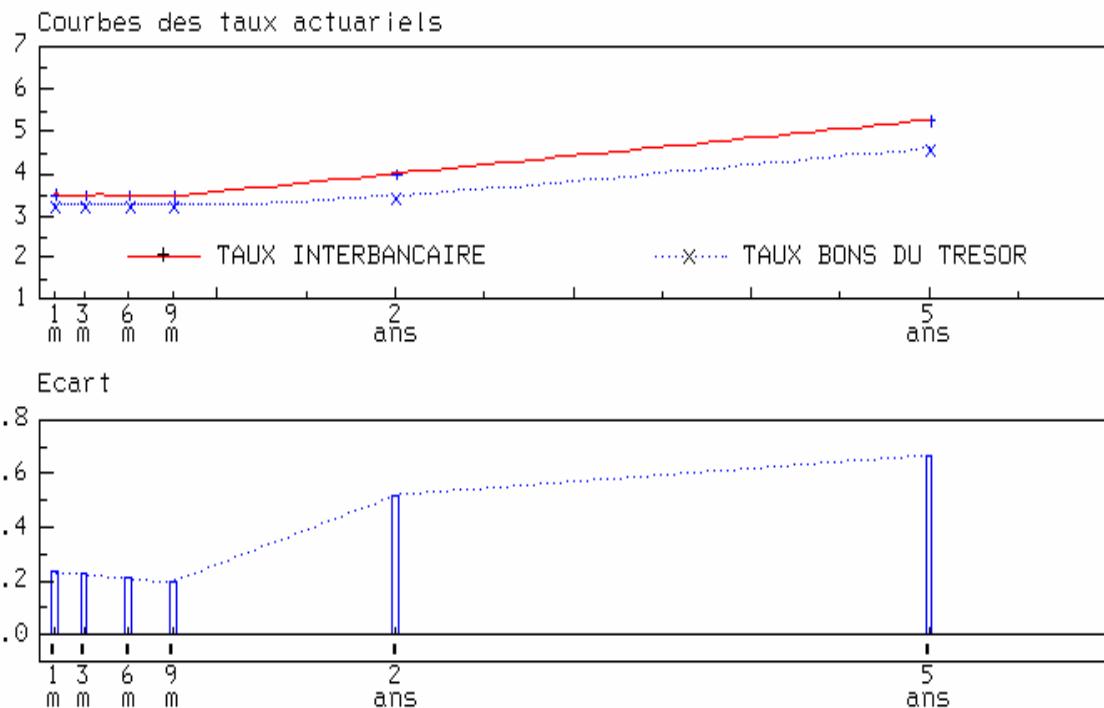
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 janvier 1997

La très bonne tenue du marché des bons du Trésor s'est effectuée — à l'exception de la fin d'année — dans un volume d'activité relativement étouffé, le portage négatif touchant toute la courbe des BTF n'entraînant pas un désintérêt de la part des intervenants, en raison notamment d'anticipations baissières persistantes sur l'évolution du taux de l'argent au jour le jour et de la demande traditionnelle en fin d'année pour cette catégorie de titres.

L'activité sur le marché secondaire des BTAN s'est concentrée sur les titres à deux ans, particulièrement recherchés.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
au 31 décembre 1996**



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

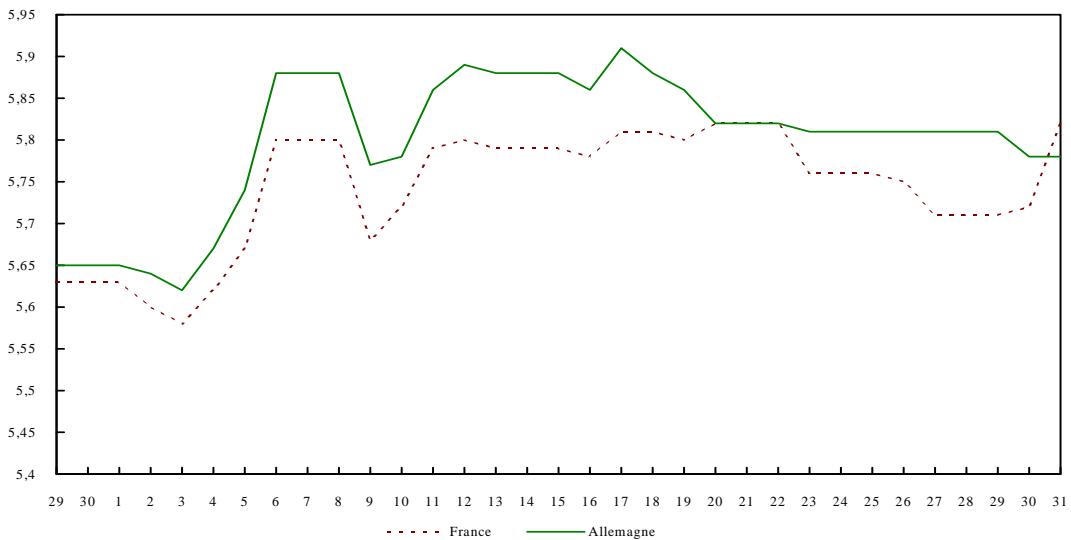
Mise à jour le 3 janvier 1997

Les écarts de rendement entre le marché des bons du Trésor et le marché interbancaire n'ont pas connu d'évolution notable.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché obligataire français, comme, au demeurant, les principaux marchés obligataires, s'est inscrit en repli au cours du mois de décembre. Le rendement de l'emprunt phare à 10 ans a progressé ainsi de 24 points de base, revenant du plus bas niveau de 5,58 %, au début du mois de mars, à 5,82 % en fin d'année. Dans le même temps, le contrat notionnel échéance mars 1997 a reculé, de 116 points de base.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 30 novembre 1996 au 31 décembre 1996

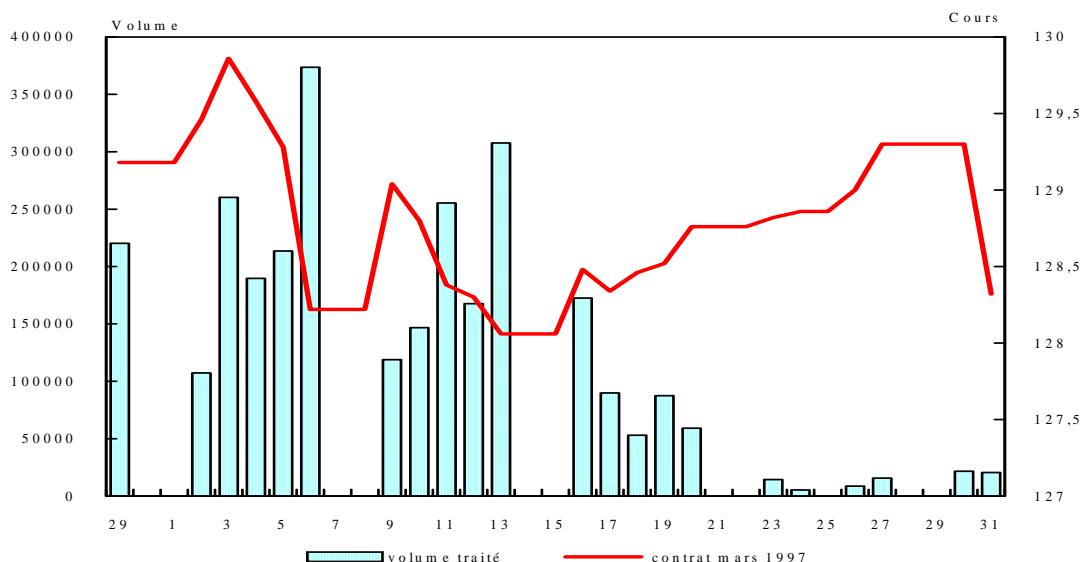


Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

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

Mise à jour le 3 janvier 1997

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 30 novembre 1996 au 31 décembre 1996



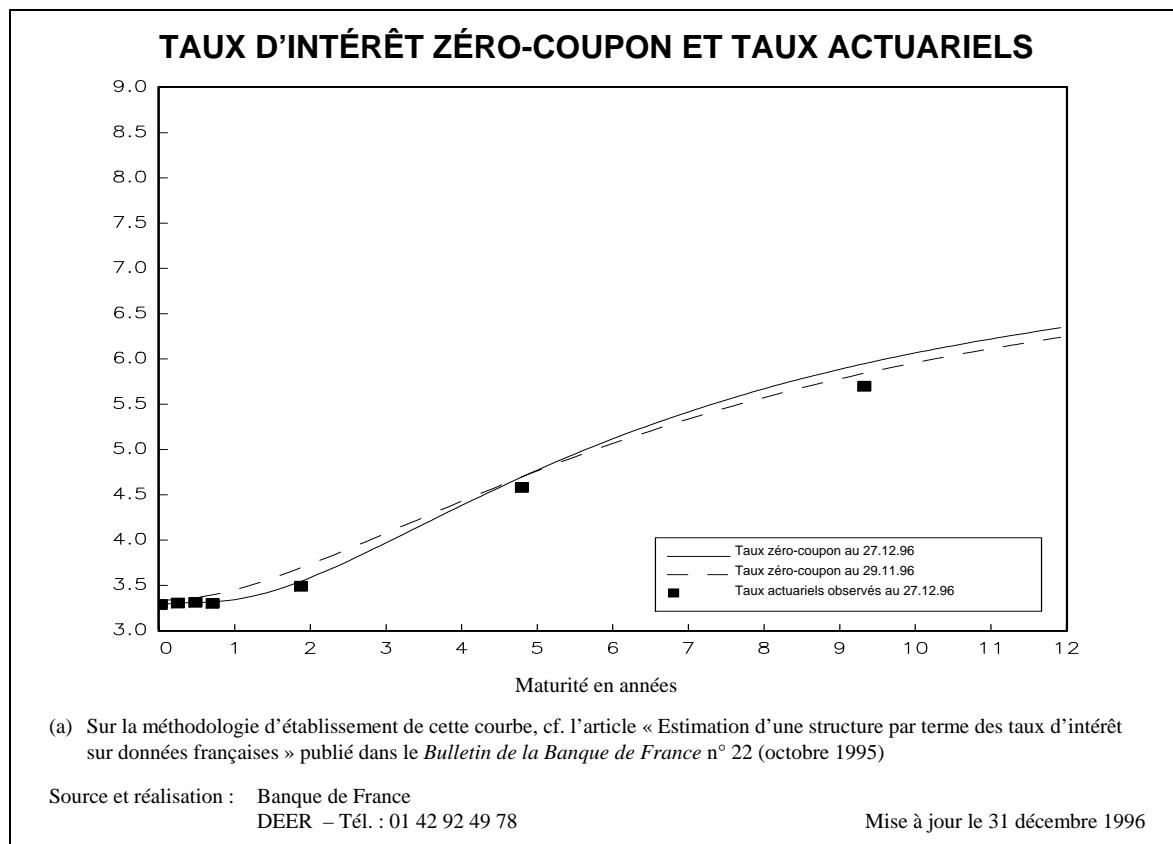
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 janvier 1997

Ce recul s'est opéré en plusieurs étapes, l'essentiel du mouvement intervenant en début de mois. Le marché a tout d'abord réagi négativement aux perspectives de durcissement éventuel de la politique monétaire américaine, pour faire face à un accroissement trop rapide des prix des actifs financiers et à une possible résurgence des tensions inflationnistes. La forte réaction du marché des titres d'État américains pesait alors sur la tenue des marchés européens. Cette dégradation s'alimentait également d'incertitudes sur l'issue du sommet européen de Dublin.

L'issue positive de ce Sommet et la conclusion d'un accord jugé globalement satisfaisant sur le volet du « pacte de stabilité » ont permis au marché de se stabiliser, puis de progresser modérément. L'anticipation de nouveaux assouplissements des politiques monétaires en Europe, dans un contexte d'une reprise économique toujours fragile et d'inflation durablement maîtrisée, a soutenu le marché obligataire sur la seconde partie du mois de décembre. Cette tendance s'est trouvée brutalement interrompue en date fin de mois, sous l'effet, de nouveau, d'une forte dégradation du marché obligataire américain, face à l'accumulation de signes d'un rebond de l'activité économique jugé potentiellement inflationniste. Cette correction est intervenue dans des marchés rendus moins liquides par l'approche de la fin de l'année, comme l'illustre la chute des volumes traités sur le contrat notionnel.

Au total, la courbe des rendements français a enregistré, sur le mois de décembre, un mouvement de pentification marqué, l'écart entre les échéances 2 ans et 10 ans progressant de 30 points de base environ.



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

(arrêtée au 10 janvier)

Les taux courts ont poursuivi leur décrue (7 points de base à 12 points de base sur les échéances comprises entre le un mois et le un an).

Parallèlement, les taux obligataires se sont légèrement détendus, alors qu'ils enregistraient une nette poussée aux États-Unis, sous l'effet d'anticipations de resserrement monétaire. La meilleure résistance du marché français à l'influence américaine s'est accompagnée d'un élargissement de l'écart OAT-*Bund* en faveur de la France, lequel est passé à – 10 points de base le 10 janvier, contre – 6 points de base le 30 décembre.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 359 milliards de francs à la fin du mois de décembre, contre 1 425,5 milliards au mois de novembre. Cette baisse, de nature essentiellement saisonnière, est en partie liée aux opérations d'ajustement de bilan de fin d'année. Elle peut surtout être constatée sur l'encours des certificats de dépôt, qui a reculé de 49,8 milliards de francs, et celui des billets de trésorerie, qui a diminué de 21,2 milliards. À l'inverse, l'encours des bons des institutions et des sociétés financières a faiblement progressé, à hauteur de 2,6 milliards de francs, et celui des bons à moyen terme négociables a marqué une légère hausse, de 1,9 milliard.

Dans un contexte caractérisé par une légère diminution des taux d'intérêt à court terme et par une remontée des taux à long terme, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc en décembre a diminué par rapport aux deux mois précédents. Cette évolution résulte principalement de l'absence sur le marché intérieur de la Cades, qui a décidé d'émettre pour la première fois un emprunt libellé en dollars plutôt qu'en francs. De plus, lors de la seconde quinzaine du mois, les émetteurs ont 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 648,7 milliards de francs le 27 décembre, contre 698,5 milliards le 29 novembre et 689,7 milliards le 25 octobre.

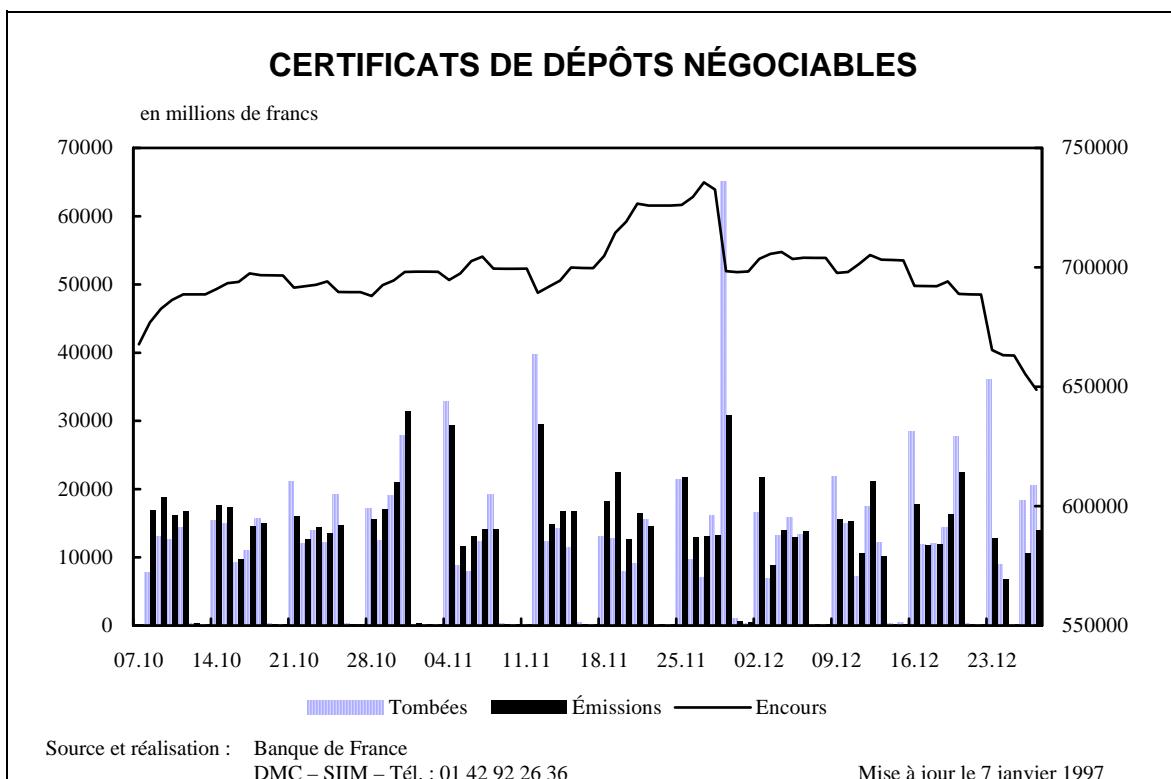
Les émissions réalisées au cours du mois de décembre ont atteint 271,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 424 milliards en novembre et 334,1 milliards en octobre (respectivement 320,8 milliards, contre 415,3 milliards et 325,4 milliards, pour les tombées).

Huit émetteurs ont augmenté leur encours au-delà de 1 milliard de francs au cours du mois de décembre. Les hausses les plus sensibles se rapportent aux établissements suivants : la Banque nationale de Paris (9,6 milliards de francs), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (3,3 milliards), la Banque Paribas (3 milliards), Commerzbank Aktiengesellschaft (2,7 milliards), Abbey National Treasury Services (2,6 milliards), la Banque internationale de placement (1,6 milliard), la Caisse nationale de crédit agricole (1,3 milliard) et The Bank of Tokyo-Mitsubishi (1 milliard). À l'opposé, vingt émetteurs ont enregistré une décrue supérieure à 1 milliard de francs pendant la même période ; les baisses les plus conséquentes, au-dessus de 2 milliards de francs, concernent la Société générale (- 21,2 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (- 7 milliards), la Compagnie parisienne de réescompte (- 3,7 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (- 3,6 milliards), la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (- 2,7 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (- 2,7 milliards), Sovac (- 2,5 milliards), Ing Bank NV et Kredietbank (- 2,3 milliards chacune).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* s'est peu modifiée par rapport à celle du mois précédent. Les établissements de crédit ont continué de représenter la part la plus forte du total (32,9 % des émissions, contre 34,3 % le mois précédent), devant les sociétés et entreprises individuelles (23,2 %, contre 20,7 %), les OPCVM (20,7 %, contre 24,6 %), et les assurances, caisses de retraite et mutuelle (15 %, contre 14 %).

Les durées à l'émission ont été caractérisées par une légère diminution des maturités. La part des émissions effectuées entre dix jours et moins d'un mois est passée à 33,2 % de la production, contre 21,4 % le mois précédent ; en contrepartie, la plage comprise entre trois mois et six mois n'a recueilli que 21,5 % du montant global d'émission, contre 32,0 % au mois de novembre.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	90,0	33,2
De 1 mois à moins de 3 mois.....	116,4	42,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	58,3	21,5
De 6 mois à 1 an.....	6,4	2,4
Total.....	271,1	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 337 le 27 décembre, contre 343 au 29 novembre et 348 au 25 octobre.

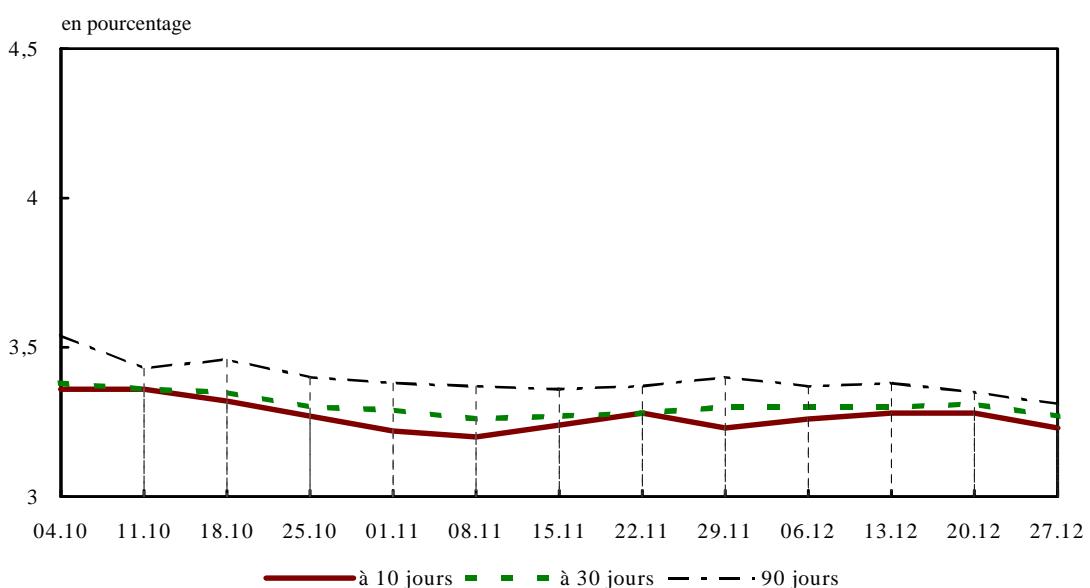
Au cours du mois de décembre, les taux à l'émission calculés en moyenne mensuelle pondérée sont restés très stables pour les échéances inférieures ou égales à trois mois, ont été en retrait de 8 points de base sur la durée de six mois, et en baisse plus marquée (- 23 points de base) pour les émissions à un an.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	2 au 6 décembre	9 au 13 décembre	16 au 20 décembre	23 au 27 décembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,26	3,28	3,28	3,23
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,30	3,30	3,31	3,27
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,37	3,38	3,35	3,31
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	2,75	2,94	2,90	2,93
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,40	3,36	3,36	3,29
TIOP à un mois (plus bas)	3,44	3,44	3,41	3,41
TIOP à un mois (plus haut).....	3,45	3,44	3,42	3,41

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



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

Mise à jour le 7 janvier 1997

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 457,4 milliards de francs le 27 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 455,5 milliards au 29 novembre et 452 milliards au 25 octobre.

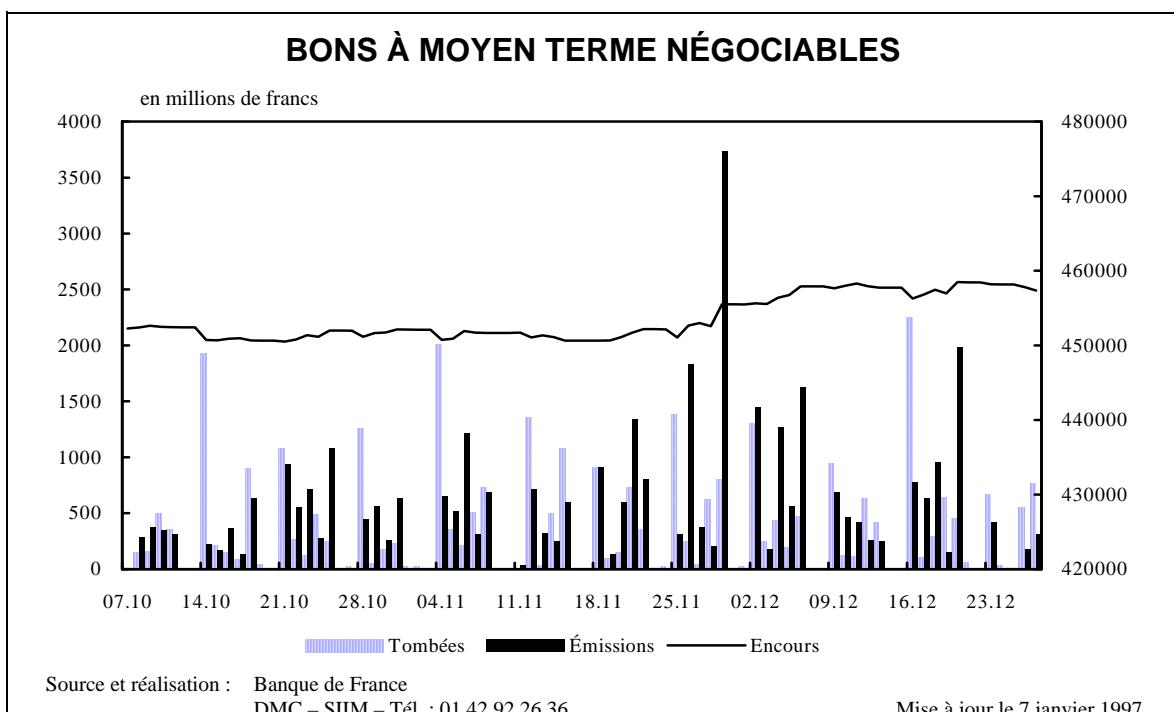
Les émissions réalisées au cours du mois de décembre se sont élevées à 12,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 17,4 milliards en novembre et 9,5 milliards en octobre (respectivement 10,7 milliards, contre 13,9 milliards et 10,7 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 236 au 27 décembre, chiffre identique à celui des deux mois précédents. Les progressions d'encours les plus significatives pendant la période sous-revue concernent la Banque nationale de Paris (1,6 milliard de francs), la Société générale (1,4 milliard) et la Caisse centrale des caisses d'épargne (0,9 milliard), alors que les baisses les plus remarquables ont concerné Demachy Worms et Cie (-1,1 milliard) et la Compagnie bancaire (-0,6 milliard).

La part cumulée des deux principales catégories de souscripteurs sur le marché (établissements de crédit et OPCVM) a diminué par rapport au mois précédent, pour atteindre 72,7 % du montant global d'émission, contre 89,2 % précédemment. Les assurances, caisses de retraite et mutuelles, ont vu leur niveau de participation augmenter de façon significative, avec 17,5 % du total, contre 4,6 % au mois de novembre ; de même, la part des sociétés et entreprises individuelles a aussi progressé, pour passer de 4,4 % en novembre à 9,0 % en décembre.

La répartition des émissions par durée a été caractérisée par un allongement des maturités. La tranche d'émission de sept ans et plus a été la plus sollicitée, constituant 26,4 % de la production, contre 19,2 % le mois précédent, devant les émissions à moins de deux ans qui ne constituent cependant plus que 25,6 % du total, contre 39,6 % en novembre.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	3,2	25,6
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,8	22,5
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,7	13,5
De 5 ans à moins de 7 ans.....	1,5	12,0
De 7 ans et plus	3,3	26,4
Total	12,5	100,0



Les taux à l'émission ont continué leur décrue au cours du mois sous revue pour les échéances comprises entre 2 ans et 5 ans avec des baisses s'établissant entre 18 points et 27 points.

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 36,1 milliards de francs le 27 décembre, contre 33,5 milliards le 29 novembre et 33,8 milliards le 25 octobre. À fin décembre, 54,3 % de l'encours global correspondait aux opérations de deux émetteurs disposant d'un encours supérieur à 5 milliards de francs : le Crédit local de France (14,4 milliards) et le Crédit national (5,2 milliards).

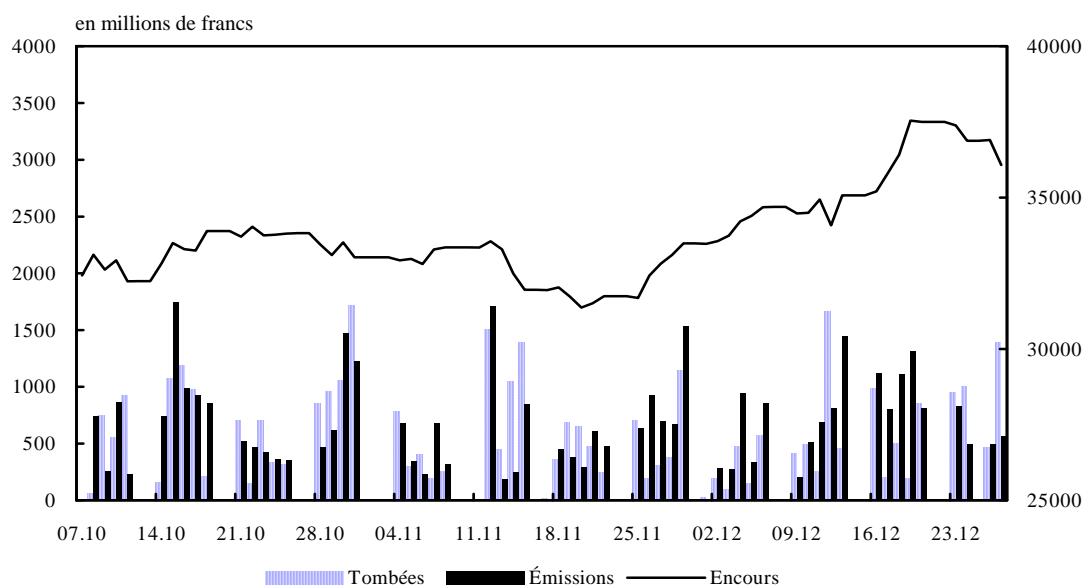
Les émissions réalisées au cours du mois de décembre ont atteint 13,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 15,7 milliards en novembre et 13,4 milliards en octobre (respectivement 11,3 milliards, contre 16 milliards et 12,8 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de BISF est restée stable par rapport au mois précédent (57,2 %). Celle des OPCVM s'est accrue pour atteindre 28,1 %, contre 19,5 % en décembre, au détriment des administrations publiques et privées qui reculent de 9 points (11,1 %, contre 19,8 % le mois précédent).

Les durées à l'émission ont été marquées par une augmentation des souscriptions sur la tranche de trois mois à six mois (53,3 %, contre 45,4 %) et un recul comparable sur le un mois à trois mois (34,9 %, contre 44,1 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	1,3	9,0
De 1 mois à moins de 3 mois.....	4,8	34,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,4	53,3
De 6 mois à 1 an	0,4	2,8
Total	13,9	100,0

BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES



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

Mise à jour le 7 janvier 1997

Les taux de rendement à l'émission se sont détendus sur la plupart des échéances avec un retrait maximal de 17 points de base sur la durée de dix jours.

Billets de trésorerie (BT)

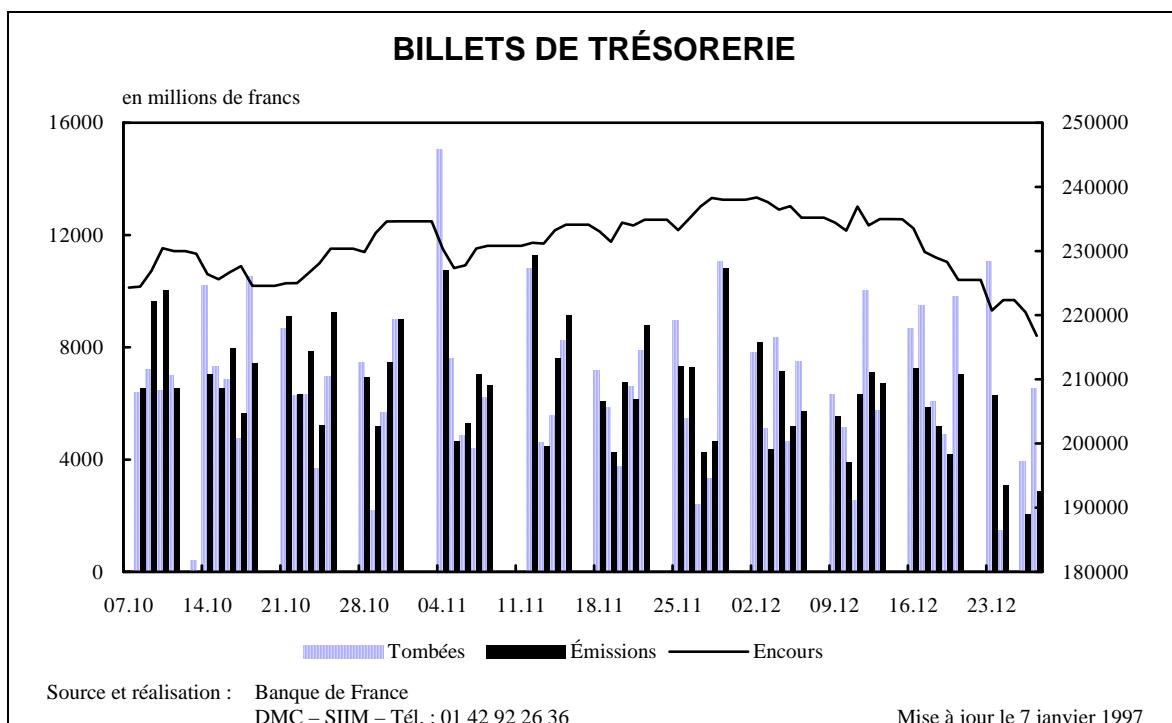
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 216,8 milliards de francs le 27 décembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 238 milliards le 29 novembre et 230,4 milliards le 25 octobre. Le 27 décembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 98, contre 97 à la fin du mois de novembre et 98 à fin octobre. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 103,9 milliards de francs, contre 161,8 milliards en novembre et 153,9 milliards en octobre (respectivement 125,1 milliards, contre 154,2 milliards et 153,7 milliards, pour les tombées).

Cinq émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois ; il s'agit de Elf Aquitaine Finance (2,6 milliards de francs), la SNCF (2,3 milliards), Carrefour (2 milliards), Danone finance (1,5 milliard) et Gaz de France (1,3 milliard). Dans le même temps, huit émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : la Cades (- 7,6 milliards de francs), Total CFP (- 6 milliards), EDF (- 4,5 milliards), Pinault-Printemps (- 4,1 milliards), la Compagnie générale des eaux (- 3,9 milliards), Rhône-Poulenc (- 1,9 milliard), Péchiney (- 1,1 milliard) et Alcatel Alsthom (- 1 milliard).

Les établissements de crédit ont souscrit 77,8 % des titres émis, contre 73,1 % pour le mois de novembre. La part des OPCVM s'est amoindrie et s'établit à 11,4 % du total, contre 17,4 % au cours de la période antérieure.

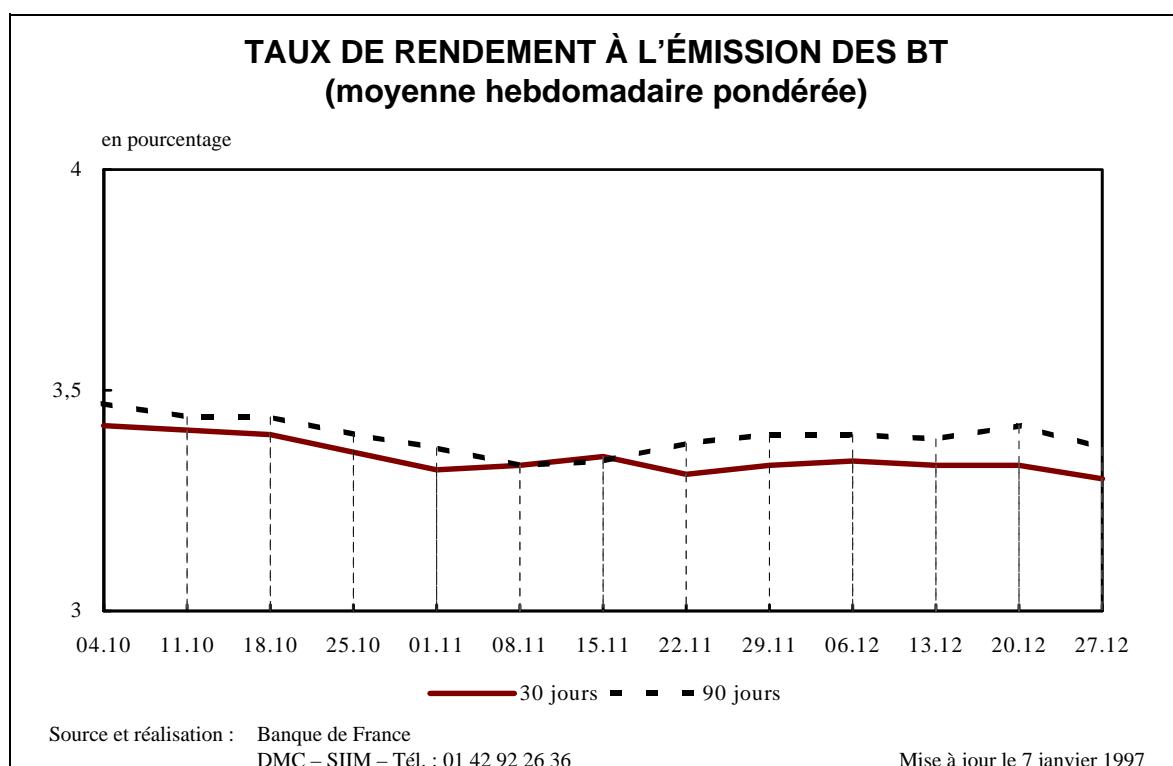
La répartition mensuelle des émissions par durée est restée très proche de celle du mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentrée sur les durées comprises entre un mois et trois mois, avec 69,7 % du montant global, alors que les émissions au-delà de six mois n'ont constitué qu'un apport marginal (1,5 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	12,0	11,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	72,4	69,7
De 3 mois à moins de 6 mois.....	17,7	17,0
De 6 mois à 1 an.....	1,8	1,7
Total	103,9	100,0



Les taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie, calculés en moyenne mensuelle sont restés très stables sur les termes inférieurs ou égaux à trois mois et se sont inscrits en léger retrait pour les émissions à six mois (-9 points de base).

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT			
	(en pourcentage)			
	2 au 6 décembre	9 au 13 décembre	16 au 20 décembre	23 au 27 décembre
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,31	3,31	3,30	3,3
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,34	3,33	3,33	3,3
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,40	3,39	3,42	3,37
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,30	3,24	3,24	3,25
Billets de 20 à 40 jours (plus haut)	3,45	3,43	3,42	3,42
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,44	3,44	3,41	3,41
TIOP à 1 mois (plus haut)	3,45	3,44	3,42	3,41



Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin novembre 1996)

En baisse depuis trois mois, l'encours des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur s'est établi à 2 601,7 milliards de francs, soit un recul de 30,4 milliards sur le mois et de 25,2 milliards sur un an.

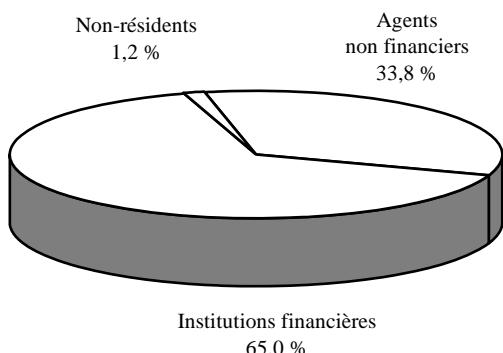
La part des certificats de dépôt détenue par les agents non financiers s'est réduite de 0,4 point sur le mois et de 8,7 points sur l'année, alors que la part des institutions financières a progressé respectivement de 0,4 point et de 9,1 points.

La part des bons du Trésor détenue par les agents non financiers s'est renforcée, tant sur le mois (0,8 point) que sur l'année (1,7 point) ; pour les mêmes périodes, la part des non-résidents s'est réduite de 0,1 point et de 3,4 points.

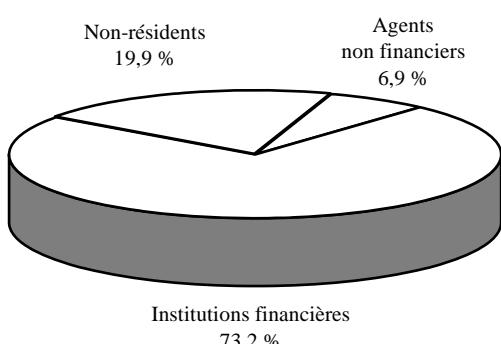
La part de détention des agents non financiers en billets de trésorerie s'est contractée de 1,2 point au cours du mois et de 3,1 points au cours des douze derniers mois.

LES DÉTENTEURS DE TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES novembre 1996

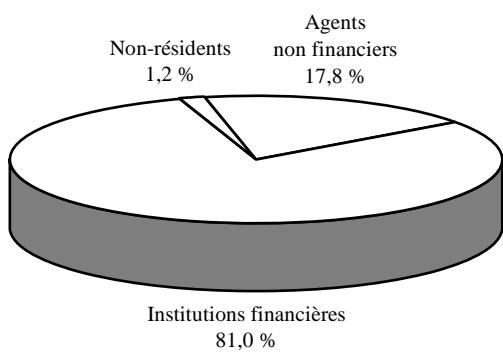
Certificats de dépôt en francs



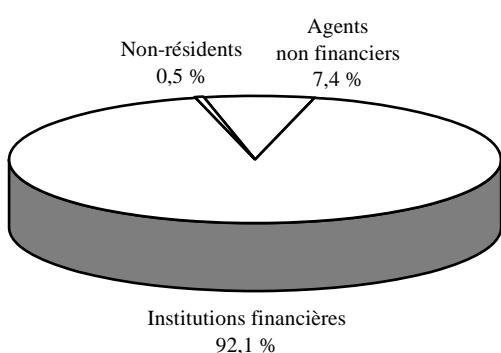
Bons du Trésor en francs et écus



BMTN en francs (tous émetteurs confondus)



Billets de trésorerie



Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29

Mise à jour le 3 janvier 1997

5.2.2. Les OPCVM

L'actif net de l'ensemble des Sicav a progressé en novembre de 12,9 milliards de francs pour s'établir à 1 721,6 milliards. Cette progression est très largement due à la valorisation de l'actif net, car les retraits ont été plus importants que les souscriptions (solde net de -3,2 milliards de francs, après -13,6 milliards en septembre et -23,1 milliards en octobre). L'encours des FCP a poursuivi sa progression, pour atteindre 1 153,2 milliards de francs (+28 milliards par rapport à octobre et +189,4 milliards par rapport à novembre 1995).

L'actif net des Sicav monétaires est passé de 923,3 milliards de francs à 919,1 milliards de fin octobre à fin novembre. Les rachats nets ont été inférieurs à ceux observés au cours des deux mois précédents et se sont établis à 4 milliards de francs. L'encours des FCP monétaires a progressé et atteint 319 milliards de francs.

L'actif net des Sicav « obligations » est passé de 471,8 milliards de francs à 475,3 milliards, grâce à un effet performance soutenu (+5,9 milliards) et à des souscriptions nettes faiblement positives (+0,7 milliard). L'encours des FCP obligataires s'est accru de 7,7 milliards de francs et a atteint 348,1 milliards.

L'encours des Sicav « actions » s'est accru de 9,7 milliards de francs (dont 0,6 milliard de souscriptions nettes) et s'est établi à 201,2 milliards. L'encours des Sicav « diversifiées » a atteint 123,3 milliards de francs malgré une décollecte de 0,7 milliard. L'atonie de la collecte contraste avec les rendements annuels très élevés de ces deux catégories de Sicav, qui ont atteint respectivement 24,6 % et 17,1 %.

ACTIF NET DES SICAV ET FCP – SOUSCRIPTIONS DE SICAV (a)						
		1995		1996		
		Novembre	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
Sicav monétaires	Actif net	935,9	876,5	940,4	923,3	919,1
	Souscriptions mensuelles nettes	44,3	-53,8	-14,6	-20,9	-4,0
FCP monétaires	Actif net	312,7	299,2	321,6	315,1	319,0
Sicav obligations	Actif net	457,6	446,7	466,4	471,8	475,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-11,4	-20,1	2,2	-1,2	0,7
FCP obligations	Actif net	282,6	281,8	333,2	340,4	348,1
Sicav actions	Actif net	169,4	168,3	190,0	191,5	201,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-2,1	-2,2	-0,9	-0,9	0,6
FCP actions	Actif net	73,7	73,6	91,2	93,6	99,4
Sicav diversifiées	Actif net	112,2	109,5	118,4	119,7	123,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-0,7	-2,3	-0,3	-0,1	-0,7
FCP diversifiés	Actif net	206,9	210,1	252,3	261,3	270,4
Sicav garanties	Actif net	1,6	1,9	2,3	2,4	2,7
	Souscriptions mensuelles nettes	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
FCP garantis	Actif net	87,9	86,6	112,3	114,8	116,3
Total Sicav	Actif net	1 676,7	1 602,9	1 717,5	1 708,7	1 721,6
	Souscriptions mensuelles nettes	30,2	-78,4	-13,6	-23,1	-3,2
Total FCP	Actif net	963,8	951,3	1 110,6	1 125,2	1 153,2
(a) Données brutes						
Sources : Commission des opérations de bourse – Fininfo Réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29			Mise à jour le 13 décembre 1996			

5.2.3. Le marché primaire obligataire en décembre

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par une légère diminution des taux d'intérêt à court terme et par une remontée des taux à long terme, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc en décembre a diminué par rapport aux deux mois précédents. Cette évolution résulte principalement de l'absence sur le marché intérieur de la Cades, qui a décidé d'émettre pour la première fois un emprunt libellé en dollars plutôt qu'en francs. De plus, lors de la seconde quinzaine du mois, les émetteurs ont observé la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont ainsi atteint 53 milliards de francs, après 67 milliards en novembre et 66 milliards en octobre. Plus de 61 % des titres réglés en décembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 2 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)							
ventilation par marché							
				(en milliards de francs)			
Brutes				En date de règlement	Nettes		
Novembre 1996	Décembre 1996	Année 1996	Année 1995		Novembre 1996	Décembre 1996	Année 1996
				MARCHÉ INTÉRIEUR			
25,1	21,2	301,4	263,9	État	25,1	21,2	264,7
2,4	7,6	68,6	68,2	Établissements de crédit et assimilés	- 10,4	- 1,5	- 37,8
3,8	4,5	55,2	32,1	Sociétés non financières	1,9	3,1	31,0
11,5	0,5	49,9	1,0	Autres émetteurs résidents	11,5	- 0,1	46,4
42,8	33,8	475,1	365,2	Ensemble des résidents	28,0	22,8	304,3
-	-	-	6,0	Non-résidents	-	-	- 1,8
42,8	33,8	475,1	371,3	TOTAL	28,0	22,7	302,5
3,5	1,3	24,4	13,7	dont émissions en écus (b)	3,5	1,3	24,4
				MARCHÉ INTERNATIONAL			
-	-	-	-	État	-	-	-
-	1,1	25,5	6,9	Établissements de crédit et assimilés	-	- 5,6	- 6,8
1,5	-	6,2	4,3	Sociétés non financières	- 0,6	-	2,9
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-
1,5	1,1	31,7	11,2	Ensemble des résidents	- 0,6	- 5,6	- 3,9
22,2	18,1	155,3	37,4	Non-résidents	18,2	12,6	133,2
23,7	19,2	187,0	48,7	TOTAL	17,6	7,0	129,3
-	-	2,6	-	dont émissions en écus	-	-	0,5
-	-	2,6	-	dont émissions en écus des résidents	-	-	0,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)							
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.							
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23				Mise à jour le 9 janvier 1997			

La **collecte des résidents** est ressortie à 35 milliards de francs (44 milliards en novembre), soit près de 66 % des émissions réglées en décembre.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1996	Décembre 1996	Année 1996	Année 1995		Novembre 1996	Décembre 1996	Année 1996	Année 1995
ÉMISSIONS en FRANCS								
21,6	19,9	277,0	250,2	État	21,6	19,9	240,3	199,1
2,4	8,7	91,5	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 10,4	- 7,1	- 45,1	- 24,4
5,3	4,5	61,3	36,5	Sociétés non financières	1,3	3,1	33,9	3,6
11,5	0,5	49,9	1,0	Autres émetteurs résidents	11,5	- 0,1	46,4	- 4,6
40,8	33,6	479,8	362,8	Ensemble des résidents	23,9	15,8	275,5	173,7
22,2	18,1	155,3	43,5	Non-résidents	18,2	12,6	131,4	25,2
63,0	51,7	635,1	406,3	TOTAL	42,1	28,4	406,9	198,9
39,3	32,5	450,7	357,6	dont émissions intérieures	24,5	21,4	278,0	188,6
39,3	32,5	450,7	351,5	dont émissions intérieures des résidents	24,5	21,5	279,8	185,4
ÉMISSIONS en ÉCUS								
3,5	1,3	24,4	13,7	État	3,5	1,3	24,4	13,7
-	-	2,6	-	Établissements de crédit et assimilés	-	-	0,5	- 5,2
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
3,5	1,3	27,0	13,7	Ensemble des résidents	3,5	1,3	24,9	8,6
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	-	- 4,2
3,5	1,3	27,0	13,7	TOTAL	3,5	1,3	24,9	4,4
3,5	1,3	24,4	13,7	dont émissions intérieures	3,5	1,3	24,4	13,7
3,5	1,3	24,4	13,7	dont émissions intérieures des résidents	3,5	1,3	24,4	13,7

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international.

Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 9 janvier 1997

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 21,2 milliards de francs (25,1 milliards en novembre). Les fonds ont été levés principalement en francs sur trois lignes, l'OAT 8,25 % février 2004, l'OAT 6,50 % octobre 2006¹ et l'OAT à taux révisable (également à échéance octobre 2006) référencée sur le taux à échéance constante à 10 ans (TEC 10). Lors de l'adjudication du 5 décembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 16,7 milliards de francs, auquel il faut ajouter 0,7 milliard au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,60 %, en baisse de 28 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus², réalisée le 12 décembre et qui portait sur la ligne 7 % avril 2006 créée en mai dernier. Le montant nominal émis s'est élevé à 190 millions d'écus, soit environ 1,2 milliard de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 6,21 %, en baisse de 5 points de base par rapport à l'adjudication du 14 novembre.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée pour l'essentiel sur le marché intérieur¹, est revenue de 19 milliards de francs à 14 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont respectivement levé 8,7 milliards de francs et 4,5 milliards.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 18 milliards de francs en décembre, après 22 milliards en novembre.

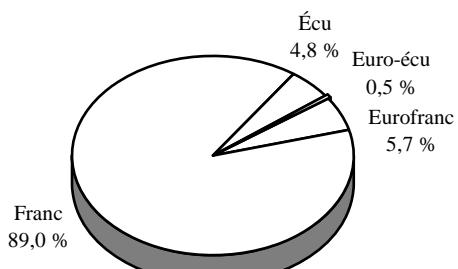
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 5 au 24 décembre) ont atteint 969 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,34 %.

² En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1996, le Trésor a renforcé son objectif de régularité en procédant à des adjudications mensuelles (et non plus bimestrielles) de BTAN ou d'OAT en écus.

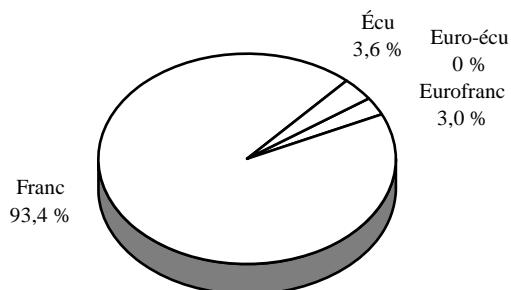
¹ En raison de l'interdiction — renouvelée fin 1994 par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc, s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur depuis le mois de janvier 1995.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Année 1996

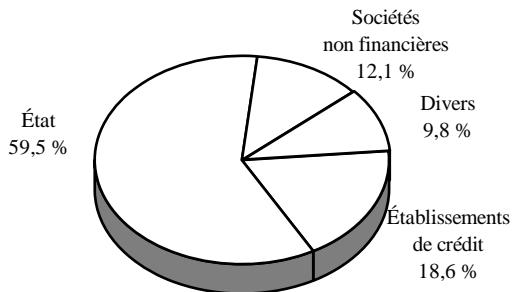


Année 1995

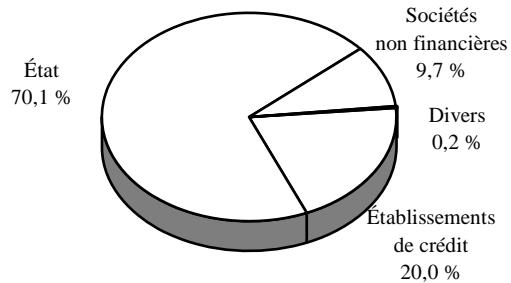


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

Année 1996



Année 1995



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

Mise à jour le 9 janvier 1997

Au terme de l'année 1996, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 507 milliards de francs en 1996, en hausse de 35 % par rapport à celle correspondante de 1995. Globalement, les résidents n'ont guère sollicité le compartiment de l'eurofranc (6 % du montant de leurs emprunts en 1996, après 3 % seulement sur l'ensemble de l'année 1995), et la proportion des émissions libellées en écus apparaît en légère hausse. La part de l'État (hors emprunt Cades)² a représenté 60 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1996 (70 % en 1995) par les résidents sur l'ensemble des compartiments.

² En 1996, le Trésor a dépassé d'environ 30 milliards de francs son objectif initial d'émissions d'OAT fixé à 270 milliards de francs.

5.2.4. Le marché primaire des actions en novembre¹

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	(en milliards de francs)				
	Octobre 1996	Novembre 1996	11 mois 1996	11 mois 1995	Année 1995
TOTAL ÉMIS (a).....	59,4	6,0	255,1	223,6	260,5
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	56,7	5,0	235,3	200,9	235,0
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT	2,7	0,9	15,3	18,6	19,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE	–	0,1	4,5	4,1	6,3
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	1,6	1,8	38,8	35,3	35,9
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1,4	1,8	37,3	37,6	38,4

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale
(b) Cote officielle, second marché
(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

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

Mise à jour le 9 janvier 1997

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 6 milliards de francs en novembre, après 59 milliards en octobre. Au terme des onze premiers mois, leur montant (255 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 15 % d'une année à l'autre².

Les émissions de titres cotés sont passées de 1,6 milliard de francs en octobre à 1,8 milliard en novembre. À fin novembre 1996, elles atteignaient 39 milliards de francs, soit 15 % du montant total des émissions d'actions, contre 14 % pour l'ensemble de l'année 1995.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont stables d'une année à l'autre (37 milliards de francs).

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

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

5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris a suivi une évolution parallèle à celle du marché obligataire, en marquant notamment un repli sensible au cours de la première quinzaine. Le redressement intervenu dans la seconde moitié du mois de décembre a toutefois permis de compenser ce recul et le mois boursier s'est soldé par un gain de 1,42 %, soit le dixième résultat positif sur l'année 1996. Celle-ci s'est ainsi achevée par une progression de la cote de 23,7 % au total, performance sans précédent depuis 1989 (27,14 %).

5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 s'est replié à partir du 6 décembre, dans le sillage des autres places et en liaison avec les tensions enregistrées sur les marchés obligataires. À partir du 18 décembre, l'indice CAC 40 s'est néanmoins redressé, bénéficiant en particulier des résultats du sommet européen de Dublin et de la baisse des taux directeurs décidée par la Banque de France le 17 décembre.

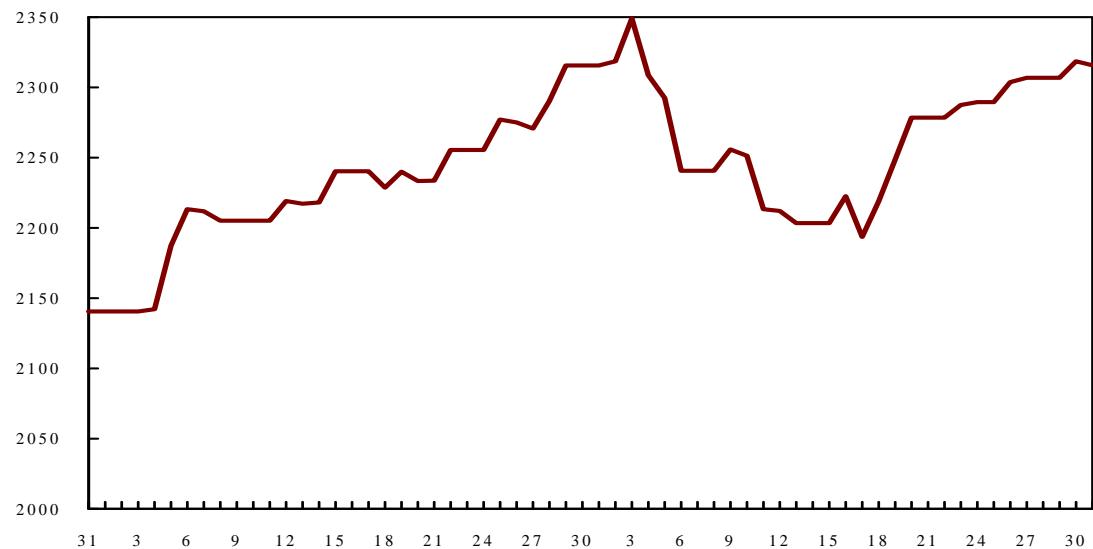
L'année 1996 s'est terminée de la sorte sur une dixième liquidation positive (+ 1,42 % en décembre) et une progression de la cote de 23,7 %, performance inégalée depuis l'année 1989 (27,14 %).

INDICES BOURSIERS				
	30 novembre 1996	31 décembre 1996	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1996
New York (Dow Jones)	6 521,70	6 448,27	-1,10	26,01
Londres (FT 100).....	4 058,00	4 118,50	1,40	11,63
Tokyo (Nikkei)	21 020,36	19 361,35	-7,80	-2,55
Paris (CAC 40).....	2 315,66	2 315,73	0,00	23,71
Francfort (DAX)	2 845,52	2 888,69	1,50	28,17

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

Mise à jour le 3 janvier 1997

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 octobre 1996 au 31 décembre 1996



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

Mise à jour le 3 janvier 1997

5.3.2. La tendance au début du mois de janvier

(arrêtée au 10)

La Bourse de Paris a légèrement progressé sur la période, soutenue par la bonne orientation des taux courts et en dépit de fluctuations de forte amplitude enregistrées dans le sillage de la Bourse de New York au début du mois de janvier.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En novembre, les moyens de paiement (*M1*) ont fortement augmenté (+ 3,1 %, après – 2,3 % en octobre). Sur un an, leur progression est restée soutenue (+ 5,4 %).

Il en a été de même des placements à taux réglementé compris dans *M2 – M1* (+ 1,1 % en novembre et + 9,4 % sur 12 mois), sous l'effet notamment d'une vive croissance des livrets soumis à l'impôt (+ 4,5 % en novembre et + 23,2 % sur 12 mois). En conséquence, la progression de l'agrégat *M2* demeure très dynamique (+ 2,2 % en novembre et + 7,3 % sur 12 mois).

La décrue des taux d'intérêt à court terme, particulièrement rapide depuis octobre 1995, est à l'origine de la contraction des placements à taux de marché (*M3 – M2*) sur 12 mois (– 11,3 % à fin novembre, après – 10,9 % à fin octobre). Toutefois, leur encours a été stable en novembre. Aussi l'agrégat *M3* a-t-il renoué en novembre avec la croissance (+ 1,3 %, après – 0,8 % en octobre). Sur 12 mois, le recul de *M3* s'établit à – 1,1 % à fin novembre, après – 0,9 % à fin octobre.

La réallocation de l'épargne des ménages vers les plans d'épargne-logement, dont la rémunération demeure très attractive, s'est poursuivie malgré un certain ralentissement. Les placements d'épargne contractuelle (*P1*) ont ainsi continué de se développer, bien qu'à un rythme plus modéré (+ 0,8 % en novembre, après + 1,2 % en octobre, et + 18,3 % sur 12 mois). La croissance de l'ensemble *M3 + P1* ressort à + 3,3 % à fin novembre, après + 3,5 % à fin octobre.

À fin octobre, l'endettement intérieur total (*EIT*) s'est accru à un rythme quasiment identique à celui observé le mois précédent (+ 3,6 %, après + 3,5 % à fin septembre). La progression annuelle des *financements bénéficiant à l'État* a été de 7,0 % (contre + 6,9 % le mois précédent).

Les *crédits à l'économie* se sont contractés (– 0,9 % en octobre et – 0,3 % sur 12 mois). Les sociétés ont à nouveau réduit leur endettement auprès des établissements de crédit (– 1,5 % en octobre et – 3,1 % sur 12 mois), du fait notamment d'un moindre recours aux crédits de trésorerie. En revanche, la reprise des crédits octroyés aux ménages se confirme (+ 2,5 % sur 12 mois à fin octobre, après + 2,3 % à fin septembre). Ce mouvement trouve son origine dans la distribution de concours bancaires à l'habitat et de crédits de trésorerie dont les encours, stimulés par la baisse des taux et les mesures fiscales incitatives, ont progressé respectivement sur 12 mois de 3,2 % et 7,0 % à fin octobre.

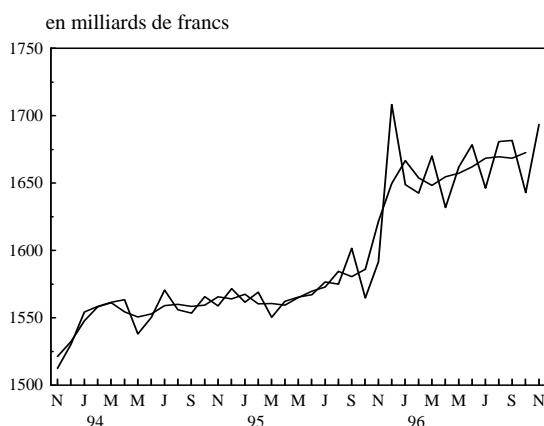
LES AGRÉGATS				
Statistiques à fin novembre 1996	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Septembre 1996 en pourcentage (a)	Octobre 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
M1	1 654,6	3,1	5,5	5,4
M2	3 147,8	2,2	7,4	7,3
M3	5 260,0	1,3	-0,9	-1,1
M4	5 356,4	1,3	-0,6	-0,7
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
P1	1 858,8	0,8	18,4	18,3
Statistiques à fin octobre 1996		Variations sur 12 mois en glissement		
		Août 1996 en pourcentage	Septembre 1996 en pourcentage	Octobre 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE FINANCEMENT				
Endettement intérieur total	10 869,2	3,9	3,5	3,6
– dont État	3 519 ,7	8,0	6,9	7,0
Ensemble des crédits à l'économie	6 331,1	0,1	-0,1	-0,3
Crédits des banques à l'économie	3 577,0	0,6	0,1	0,0

(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 5,8 % ; M2 : 7,5 % ; M3 : -0,4 % ; M4 : -0,2 % ; P1 : 18,5 %

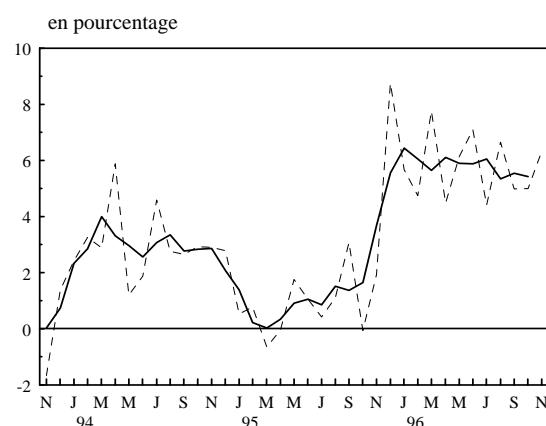
Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29

Mise à jour le 3 janvier 1997

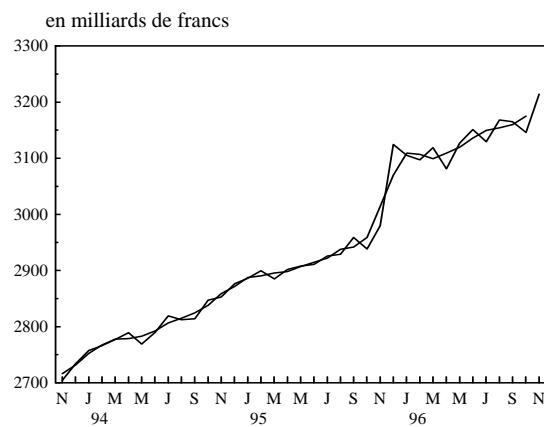
M1
Encours cvs



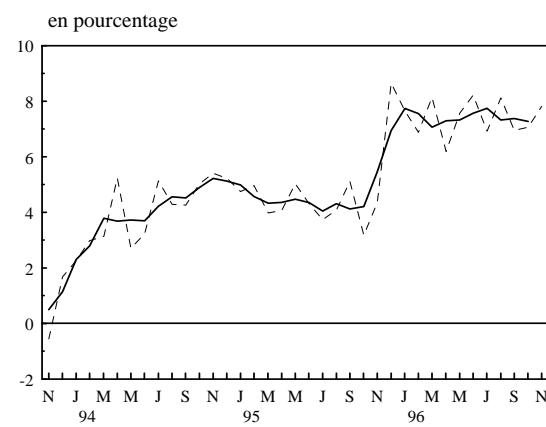
M1
Glissements sur 12 mois



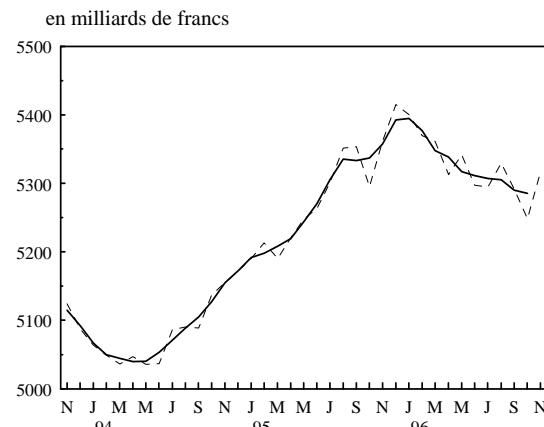
M2
Encours cvs



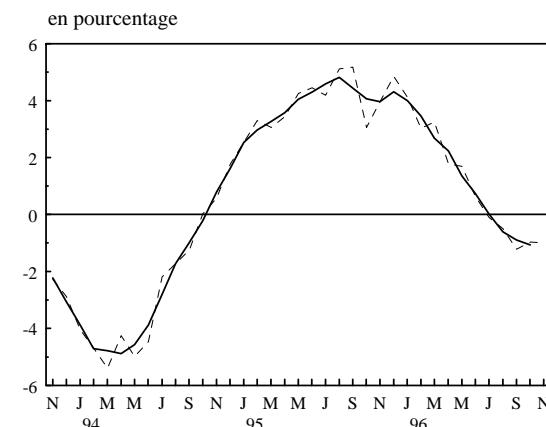
M2
Glissements sur 12 mois



M3
Encours cvs

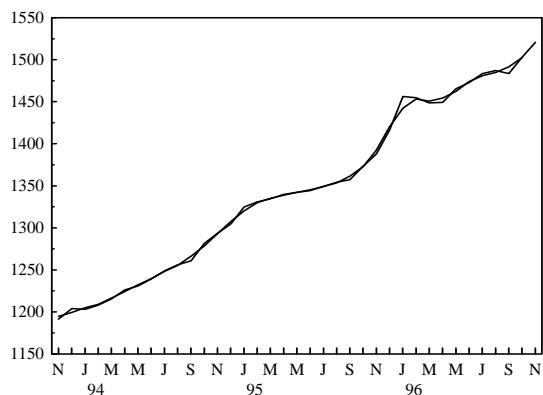


M3
Glissements sur 12 mois



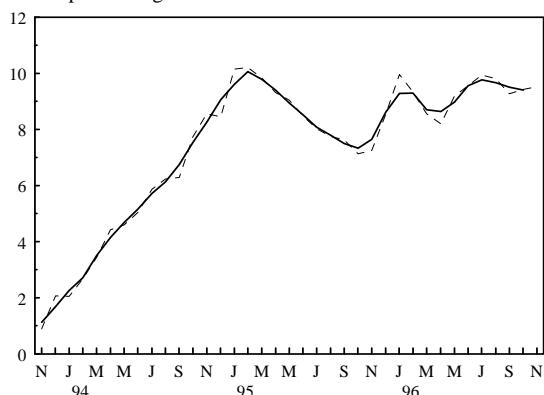
M2 – M1
Encours cvs

en milliards de francs



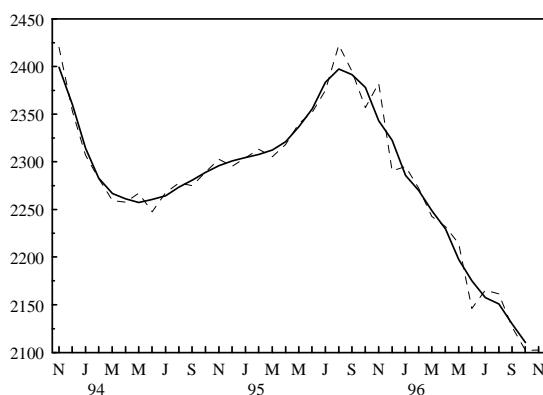
M2 – M1
Glissements sur 12 mois

en pourcentage



M3 – M2
Encours cvs

en milliards de francs

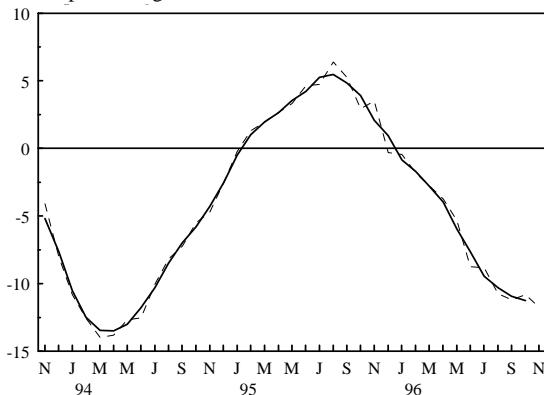


- - fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

M3 – M2
Glissements sur 12 mois

en pourcentage



- - fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1 (a)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours en fin de mois données brutes					Variation			
						mensuelle données cvs (b) en fin de mois		sur 12 mois	
	1996		1996		Année 1995	Nov. 1996/ Nov. 1995	Nov. 1995	Octobre 1996	
	Sept.	Octobre	Nov.	Octobre					
AGRÉGATS DE MONNAIE									
M1									
<i>Billets et monnaies</i>	251,1	252,5	249,6	0,4	0,7	1,4	3,2	0,1	3,2
<i>Dépôts à vue</i>	1 417,3	1 380,3	1 405,0	-2,8	3,5	10,1	6,9	4,3	5,8
Total M1	1 668,4	1 632,8	1 654,6	-2,3	3,1	8,8	6,3	3,7	5,4
M2 – M1	1 472,6	1 485,8	1 493,1	1,3	1,1	8,5	9,5	7,6	9,4
<i>Livrets A</i>	657,5	656,3	653,6	0,2	0,2	6,9	-5,3	6,0	-4,6
<i>Livrets bleus</i>	89,2	89,2	88,7	0,6	0,5	10,2	-1,3	7,7	-0,2
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	147,5	148,8	149,5	1,6	1,2	3,3	9,6	2,1	9,4
<i>Codevi</i>	194,4	195,8	195,8	-0,6	0,0	24,0	8,0	25,8	9,1
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	157,6	160,3	162,3	1,9	1,7	12,6	71,7	11,8	71,1
<i>Livrets jeunes</i>	23,6	24,1	24,5						
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	202,7	211,4	218,6	5,4	4,5	2,5	27,8	0,6	23,2
Total M2	3 141,0	3 118,6	3 147,8	-0,6	2,2	8,7	7,8	5,5	7,3
M3 – M2	2 130,1	2 113,1	2 112,2	-1,2	0,0	-0,3	-11,7	2,1	-11,3
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	108,1	110,2	120,2			19,0	6,4	16,9	2,4
<i>Placements à terme</i>	578,3	571,0	563,3	-1,1	-1,0	12,3	-21,3	18,2	-21,2
– Dépôts à terme (d)	404,9	397,4	391,9	-1,3	-1,3	23,6	-25,0	32,7	-24,6
– Bons de caisse et d'épargne	173,4	173,6	171,5	-0,5	-0,4	-9,5	-11,2	-8,6	-12,2
<i>Titres de créances négociables (e)</i>	306,6	315,7	312,8	-0,4	-2,1	0,5	-25,2	11,4	-26,3
– Certificats de dépôt et BMTN	289,0	300,3	296,8			0,4	-25,2	12,4	-26,6
– Bons et BMTN des ISF	17,7	15,4	16,0			3,2	-25,6	-5,0	-19,8
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	1 117,0	1 096,1	1 095,8	-1,0	-1,2	-8,6	--2,3	-9,7	-0,2
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	20,1	20,1	20,1						
Total M3	5 271,1	5 231,7	5 260,0	-0,8	1,3	4,8	-1,0	4,0	-1,1
M4 – M3	93,8	93,1	96,4	-3,1	2,8	8,8	28,0	4,0	25,7
<i>Titres de créances négociables (e)</i>	93,8	93,1	96,4			8,8	28,0	4,0	25,7
– Bons du Trésor	71,6	70,9	76,9			25,3	33,4	24,4	26,3
– Billets de trésorerie et BMTN	22,2	22,2	19,5			-24,5	10,5	-33,4	23,7
Total M4	5 364,9	5 324,8	5 356,4	-0,9	1,3	4,9	-0,6	4,0	-0,7
AGRÉGAT DE PLACEMENT									
P1									
<i>Plans d'épargne-logement</i>	867,1	875,2	883,2	1,3	1,1	15,6	25,2	14,4	25,6
<i>Comptes espèces associés aux PEA</i>	7,8	8,1	8,1						
<i>Autres comptes d'épargne à régime spécial</i>	1,0	0,9	0,9						
<i>Contrats d'épargne – sociétés de crédit différé</i>	1,9	1,9	1,9						
<i>Plans d'épargne populaire</i>	551,4	550,2	553,0			17,2	16,8	16,6	17,2
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	103,4	105,8	107,4			12,1	25,0	14,3	24,6
<i>Bons de capitalisation</i>	303,7	304,0	304,4	-0,5	-0,1	1,2	1,4	1,3	1,4
Total P1	1 836,3	1 846,1	1 858,8	1,2	0,8	12,9	18,1	12,2	18,3

(a) Chiffres révisés pour les mois précédents

(b) Données cvs : données corrigées des variations saisonnières

(c) Données en mtc : données en moyenne trimestrielle centrée

(d) Constituée très majoritairement par les comptes à terme, cette rubrique regroupe également les comptes d'affacturage indisponibles et les opérations à terme sur titres.

(e) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2, s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 – M3, s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29

Mise à jour le 3 janvier 1997

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

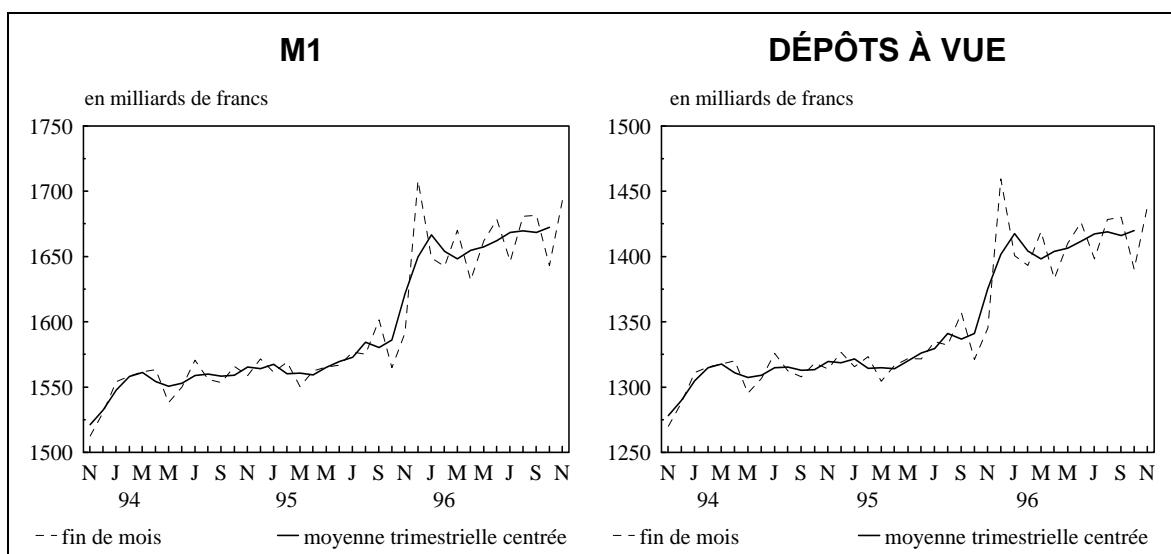
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle²

(statistiques à fin novembre 1996)

M1

En novembre, l'agrégat M1 a progressé de 3,1 % et a enregistré ainsi sa plus forte augmentation depuis le début de l'année. Depuis trois mois, son rythme d'accroissement annuel s'est stabilisé autour de 5,4 %.

Les dépôts à vue ont augmenté de 3,5 % sur le mois et de 5,8 % en rythme annuel. L'encours des billets et monnaies s'est accru de 0,7 % au cours du mois et de 3,2 % sur l'année.



M2 – M1

L'encours des livrets à taux réglementé compris dans M2 – M1 a enregistré une hausse de 1,1 % sur le mois (après + 1,3 % en octobre). En rythme annuel, sa progression est restée soutenue (9,4 %).

Pour le deuxième mois consécutif, les premiers livrets se sont accrus (0,3 %, après + 0,2 % en octobre). Toutefois, sur un an, leur décélération s'est accentuée (- 4,1 %, après - 3,3 % en octobre).

Les comptes d'épargne-logement ont progressé de 1,2 % sur le mois. En rythme annuel, leur accroissement est demeuré quasiment inchangé depuis 3 mois (9,4 %).

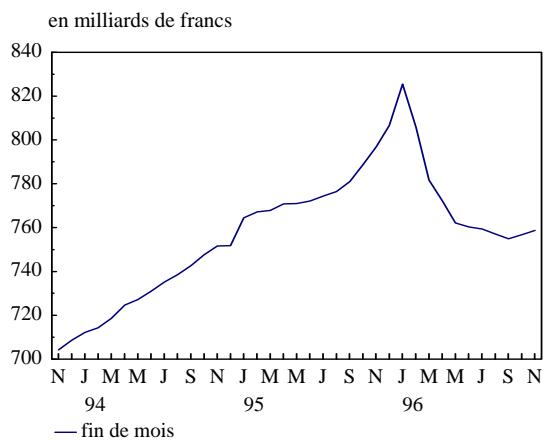
Les Codevi ont été stables au cours du mois. Leur rythme de progression a continué de s'inscrire dans un mouvement de baisse amorcé en avril 1995 (+ 9,1 %, après + 10,3 % en octobre).

L'accroissement de l'encours des livrets d'épargne populaire a été de 1,7 %. Leur glissement annuel a continué de progresser, pour s'établir à 71,1 %.

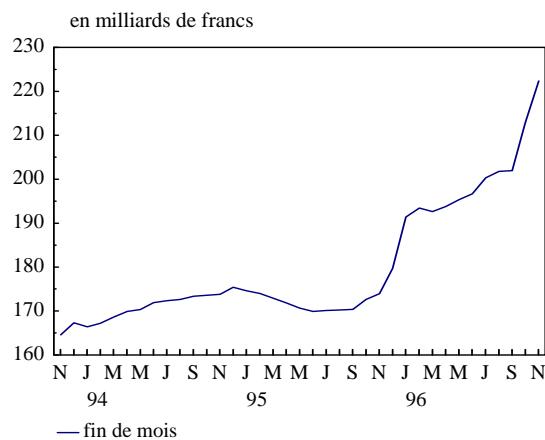
La variation mensuelle des livrets soumis à l'impôt a de nouveau été très forte (+ 4,5 %, après + 5,4 % en octobre) ; sur un an, leur encours s'est accru de 23,2 %.

² 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.

LIVRETS A ET BLEUS



LIVRETS ORDINAIRES

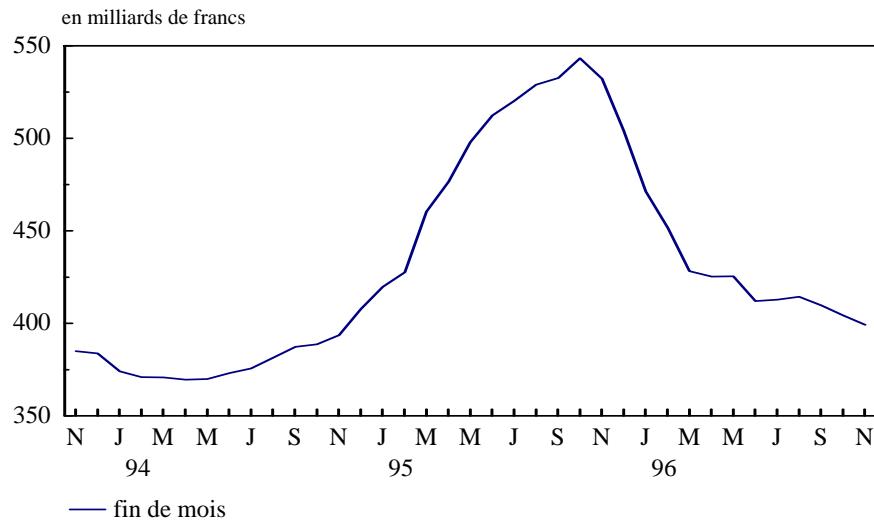


M3 – M2

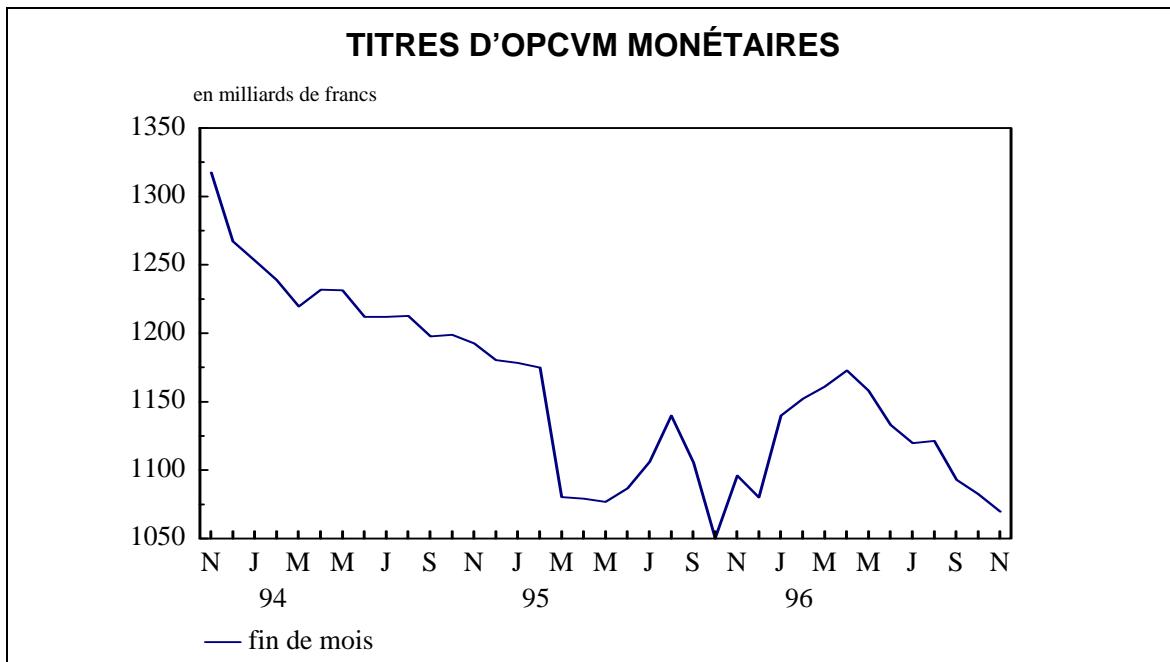
Après plusieurs mois de baisse, l'agrégat M3 – M2 est resté stable sur le mois. Sur un an, son repli s'est accentué pour s'établir à – 11,3 %, après – 10,9 % en octobre.

Le recul des dépôts à terme s'est effectué au même rythme que le mois précédent (– 1,3 %) ; il atteint – 24,6 % sur un an.

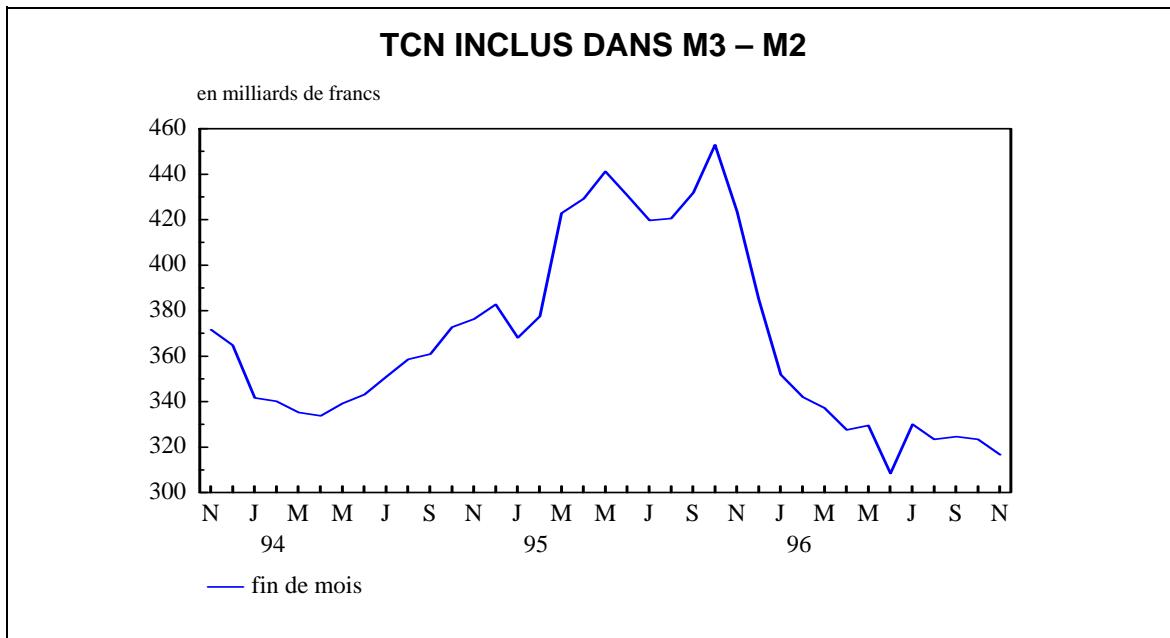
DÉPÔTS À TERME



L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est réduit de 1,2 % sur le mois. En glissement annuel, il est stable (-0,2 %).



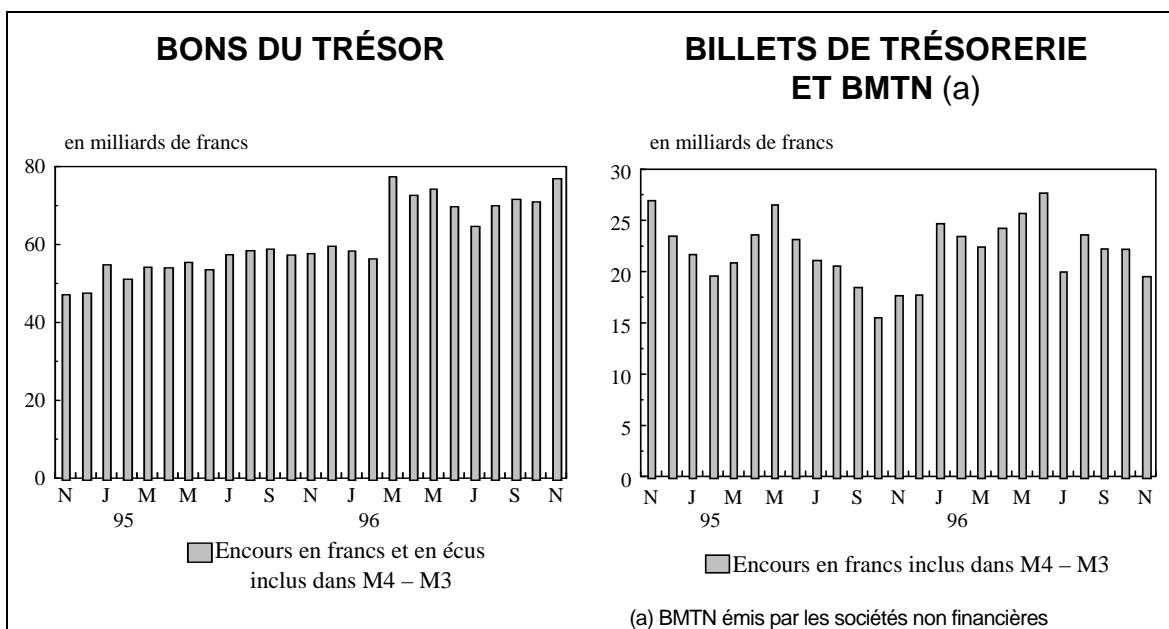
Les titres de créances négociables inclus dans M3 – M2 se sont repliés de 2,1 %, après -0,4 % en octobre. Sur douze mois, leur recul est très important (-26,3 %, contre +17,8 % un an auparavant).



M4 – M3

L'encours des bons du Trésor s'est accru de 6 milliards de francs, pour atteindre 76,9 milliards.

L'encours des billets de trésorerie et des BMTN émis par les entreprises et détenus par les agents non financiers s'est réduit de 2,7 milliards de francs, après avoir été stable les deux mois précédents. Il s'est établi à 19,5 milliards de francs.



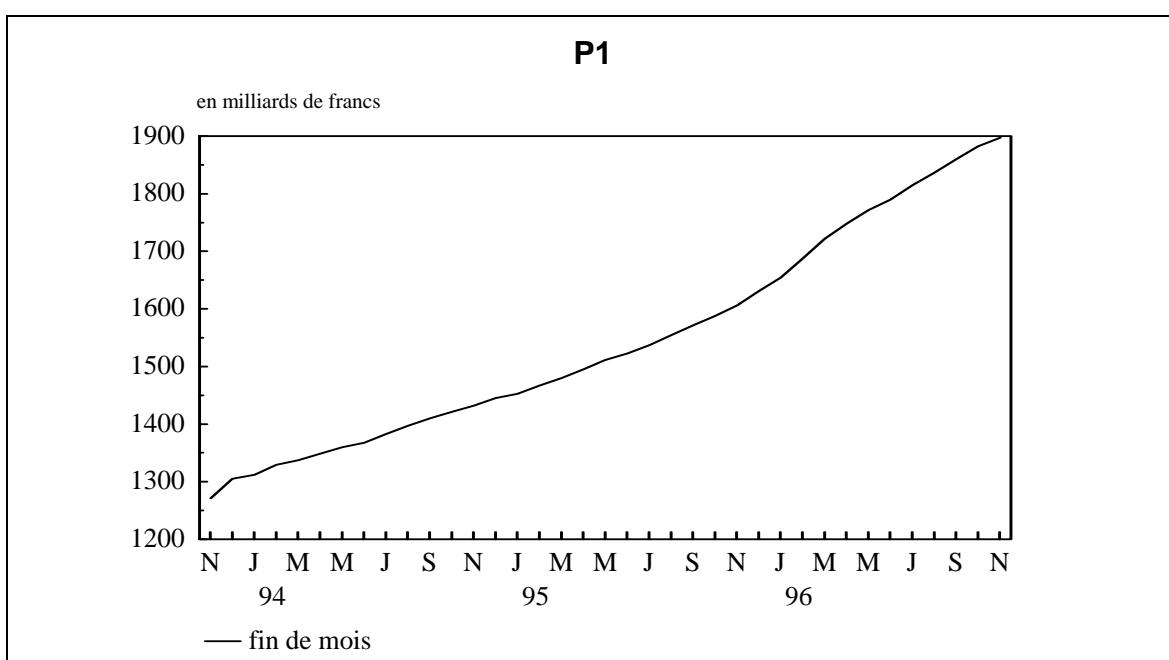
P1

Après avoir progressé à un rythme mensuel proche de 1,3 % depuis quatre mois, l'agrégat P1 s'est accru de 0,8 % en novembre. Sur un an, son dynamisme est resté vif (18,3 %).

Le ralentissement de la croissance des plans d'épargne-logement s'est poursuivi (+ 1,1 % en novembre, après + 1,3 % en octobre et + 1,4 % en septembre). Leur évolution annuelle reste élevée (25,6 %, après 25,9 % en octobre).

Le taux de progression annuelle des plans d'épargne populaire s'est ralenti depuis plusieurs mois et a retrouvé son niveau de fin 1995 (+ 17,2 %).

L'encours des OPCVM garantis a progressé de 24,6 % en rythme annuel.



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin octobre 1996)

Vue d'ensemble

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont enregistré une baisse de 0,9 % en octobre (après -0,1 % en septembre). En rythme annuel, leur recul s'élève à 0,3 % et est légèrement plus important qu'à fin septembre (-0,1 %).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR L'ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (en pourcentage)						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1996		1995	1996		
	Août	Septembre	Octobre	Décembre	Septembre	Octobre
	0,9	-0,1	-0,9	2,4 (a)	-0,1 (a)	-0,3 (a)
TOTAL avant défaisance	1,8	-1,3	-1,5	0,9	-2,5	-3,1
SOCIÉTÉS	0,0	1,1	0,1	0,7	2,3	2,5
MÉNAGES	-0,8	2,0	-1,5	11,9	1,0	1,0
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS						

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 3,7 milliards de francs au cours des douze derniers mois.

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

Mise à jour le 20 décembre 1996

Ce repli est imputable aux crédits aux sociétés qui ont diminué de 1,5 % en octobre (après -1,3 % à fin septembre). Sur douze mois, l'érosion des encours est un peu plus marquée (-3,1 %, après -2,5 % à fin septembre).

Les crédits aux ménages ont été quasiment stables en octobre (+0,1 %, au lieu de +1,1 % en septembre). Sur un an, leur croissance reste cependant soutenue (+2,5 %, après +2,3 % à fin septembre).

La variation des crédits aux autres agents a été négative en octobre (-1,5 %, après +2,0 % en septembre). Elle reste positive sur douze mois (1 % en septembre comme en octobre).

Les crédits des banques

Les concours distribués par les seules banques se sont repliés de 0,7 % en octobre, après avoir été stables en septembre. Sur douze mois, la variation des encours a été nulle à fin octobre comme à fin septembre (respectivement 0 % et + 0,1 %).

Le fléchissement des crédits aux sociétés s'est accentué en octobre (- 2,5 %, après - 1,7 % en septembre). Sur un an, leur recul s'est également renforcé (- 4,2 % à fin octobre, après - 3,4 % à fin septembre). Cette accentuation s'explique par la confirmation de la contraction des crédits de trésorerie, qui ont régressé de 4,7 % en octobre (après - 1,6 % en septembre) et de 6,5 % en un an (après - 3,4 % en septembre). Les crédits à l'investissement des sociétés ont légèrement progressé de 0,3 % à fin octobre (au lieu de - 0,5 % à fin septembre), mais sont restés en baisse en rythme annuel (- 2,2 %, après - 2,4 % à fin septembre).

La progression des crédits aux ménages est revenue de 1,5 % à 0,2 %. Toutefois, le développement sur un an des concours accordés à cette catégorie d'agents reste largement positif (+ 2,9 %, après + 2,7 % à fin septembre). Les crédits à l'habitat aux ménages se sont légèrement accrus (+ 0,3 %, au lieu de + 1,0 % en septembre). En glissement annuel, la hausse s'élève à 3,2 % (+ 2,9 % à fin septembre).

Suite à la suppression du dispositif fiscal d'aide à l'acquisition de véhicules automobiles, la croissance des crédits de trésorerie aux particuliers s'est interrompue à fin octobre, alors qu'elle atteignait + 1,2 % à fin septembre. Cependant, en glissement sur douze mois, elle demeure soutenue (7,0 %, après 6,9 %).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES (en pourcentage)						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1996			1995	1996	
	Août	Septembre	Octobre	Décembre	Septembre	Octobre
TOTAL avant défaillance.....	1,6	0,0	-0,7	0,8 (a)	0,1 (a)	0,0 (a)
SOCIÉTÉS	3,5	-1,7	-2,5	0,0	-3,4	-4,2
- Investissement des sociétés	0,5	-0,5	0,3	-0,9	-2,4	-2,2
- Trésorerie des sociétés	6,6	-1,6	-4,7	3,8	-3,4	-6,5
- Autres crédits	2,1	-3,4	-2,3	-5,0	-4,6	-2,8
MÉNAGES	0,0	1,5	0,2	0,4	2,7	2,9
- Habitat ménages	0,2	1,0	0,3	1,0	2,9	3,2
- Trésorerie des particuliers	0,3	1,2	0,0	3,4	6,9	7,0
- Autres crédits	-0,7	3,1	-0,1	-3,0	-0,6	-0,6
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-0,8	0,9	2,4	7,8	6,7	7,5

(a) Les redressements liés aux opérations de défaillance se sont élevés à 3,7 milliards de francs au cours des douze derniers mois.

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

Mise à jour le 20 décembre 1996

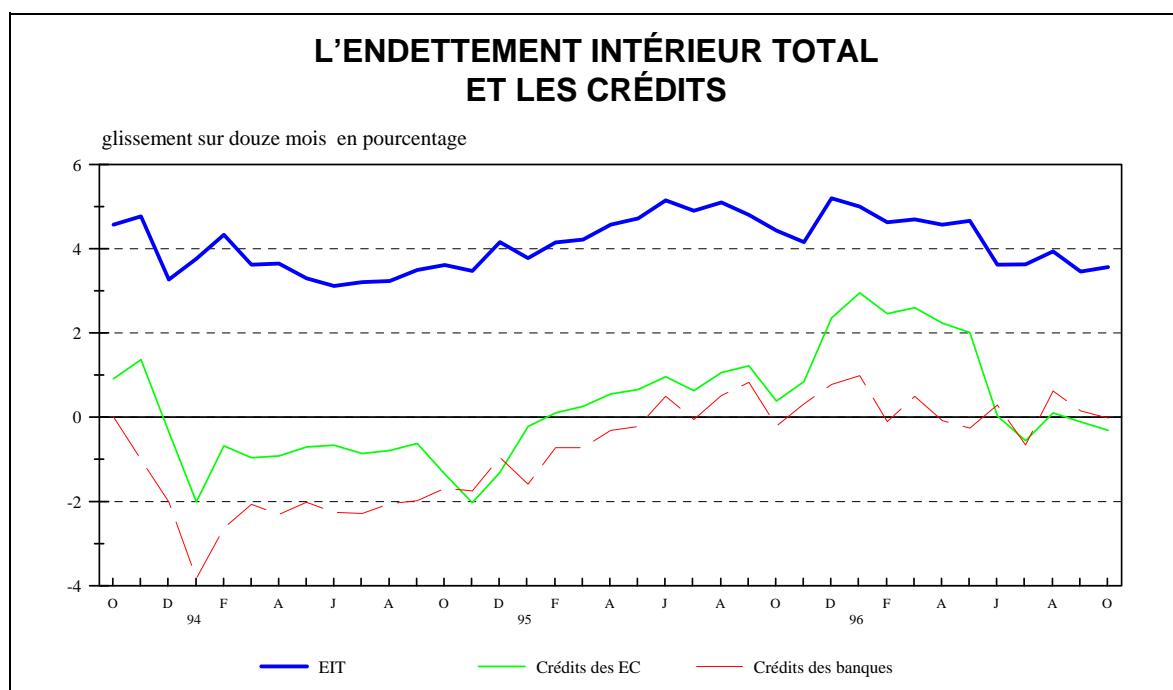
6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin octobre 1996)

La progression de l'endettement intérieur total (EIT) s'est légèrement accélérée en octobre et s'est établie à 3,6 %, au lieu de 3,5 % à fin septembre.

Cette accélération reflète notamment l'évolution des financements consentis aux ménages, dont le rythme annuel de croissance est passé de 2,3 % à 2,5 %. Dans le même temps, celui de l'endettement de l'État s'est inscrit en hausse (7,0 %, après 6,9 % à fin septembre). Sur un an, l'endettement des sociétés a continué de se contracter (- 1,6 % à fin octobre, au lieu de - 1,5 % à fin septembre).

Alors que le mouvement de baisse des encours de crédit amorcé à la fin du premier semestre de 1996 s'est confirmé en octobre (- 0,3 % à fin octobre, au lieu de - 0,1 % à fin septembre), la progression des financements levés sur les marchés internes est restée soutenue (+ 10,7 % à fin octobre, après + 11,0 % à fin septembre).



L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

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

	1995	1996		
	Décembre	Août	Septembre	Octobre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance	5,2	3,9	3,5	3,6
– État	13,4	8,0	6,9	7,0
– Sociétés	0,6	-0,3	-1,5	-1,6
– Ménages	0,7	1,2	2,3	2,5
CRÉDITS avant défaisance	2,4	0,1	-0,1	-0,3
– Sociétés	0,9	-1,0	-2,5	-3,1
– Ménages	0,7	1,2	2,3	2,5
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a).....	9,5	-6,5	-14,4	-2,5
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b).....	11,1	11,3	11,0	10,7
<i>Sur le marché monétaire</i>	12,5	8,5	8,0	6,1
– État	14,5	3,2	2,4	-0,7
– Sociétés	0,4	18,9	21,8	29,8
<i>Sur le marché obligataire</i>	10,4	13,0	12,7	13,4
– État	13,8	14,3	14,1	14,2
– Sociétés	0,1	4,4	3,4	4,1
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	-4,1	2,2	-0,2	-5,1
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	1,8	20,2	22,1	21,6
(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances nettes sur l'État » (total des monnaies divisionnaires, des ressources liées au circuit du Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes — Dakar 1 et 2 —, après déduction des opérations sur titres avec les institutions financières).				
(b) Obtenu auprès des résidents et des non-résidents				
Source et réalisation :	Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18	Mise à jour le 23 décembre 1996		

La légère progression du rythme de développement de l'EIT s'est accompagnée d'un renforcement des contributions de l'épargne contractuelle et des placements en obligations et titres d'OPCVM « obligations » à la croissance annuelle de cet agrégat (+ 2,5 % à fin septembre et + 2,6 % à fin octobre pour l'épargne contractuelle ; + 1,5 % à fin septembre et + 1,7 % à fin octobre pour les placements en obligations). L'apport de M3 est demeuré négatif (- 0,3 % à fin octobre comme à fin septembre).

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

(en données brutes – en points de croissance)

	1995	1996		
	Décembre	Août	Septembre	Octobre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance.....	5,2	3,9	3,5	3,6
– État	3,8	2,5	2,2	2,2
– Sociétés	0,2	-0,1	-0,6	-0,5
– Ménages	0,2	0,3	0,6	0,6
– Autres	1,0	1,2	1,3	1,3
CRÉDITS avant défaisance.....	1,5	0,1	0,0	-0,1
– Sociétés	0,3	-0,2	-0,7	-0,8
– Ménages	0,2	0,3	0,6	0,6
– Autres	1,0	0,0	0,1	0,1
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	0,3	-0,2	-0,5	-0,1
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	3,5	3,8	3,7	3,6
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1,3</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>
– État	1,3	0,4	0,3	-0,1
– Sociétés	0,0	0,3	0,3	0,4
– Autres (c)		0,4	0,4	0,4
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2,1</i>	<i>2,7</i>	<i>2,7</i>	<i>2,9</i>
– État	2,2	2,4	2,3	2,4
– Sociétés	0,0	0,2	0,1	0,2
– Autres (c)	0,0	0,2	0,2	0,3
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	-0,1	0,0	0,0	-0,1
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,0	0,2	0,3	0,3
CONTREPARTIES DE L'EIT avant défaisance.....	5,2	3,9	3,5	3,6
M3	2,5	-0,1	-0,3	-0,3
M4 – M3	0,1	0,1	0,2	0,1
ÉPARGNE CONTRACTUELLE (éléments de P1) (d)	1,7	2,5	2,5	2,6
PLACEMENTS EN OBLIGATIONS ET TITRES D'OPCVM « OBLIGATIONS »	0,6	1,3	1,5	1,7
CONCOURS NETS DES NON-RÉSIDENTS	-1,7	-1,4	-1,2	-0,8
AUTRES	2,0	1,5	0,8	0,3
(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « Autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « Crédences nettes sur l'État » (total des monnaies divisionnaires, des ressources liées au circuit du Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes — Dakar 1 et 2 —, après déduction des opérations sur titres avec les institutions financières).				
(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 entreprises d'assurance.				
(d) Hors épargne collectée par les entreprises d'assurance				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18				Mise à jour le 23 décembre 1996

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

L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE (UEM)

Conférence prononcée par Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à l'occasion de la conférence annuelle des caisses d'épargne allemandes,
à Bonn, le 12 décembre 1996

C'est un grand plaisir pour moi de m'exprimer ici aujourd'hui, étant donné que mon ami, le Dr. Horst Koehler, a été pendant plusieurs années mon homologue pour l'Allemagne dans le cadre de nos relations bilatérales, au sein de l'Union européenne, du Comité monétaire et du G 7.

Il est clair que la coopération entre la France et l'Allemagne — avec nos partenaires de l'Union européenne — a été et reste un élément essentiel des relations politiques et économiques européennes. Cette coopération est notamment illustrée par les fréquentes rencontres entre le chancelier Helmut Kohl et le président Jacques Chirac.

À la veille du Conseil européen de Dublin et alors que 748 jours nous séparent du début de l'Union monétaire, le 1^{er} janvier 1999, je souhaiterais aborder devant vous les trois points suivants :

- l'UEM est un processus de longue haleine, à la fois nécessaire et crédible ;
- l'UEM engendrera un environnement plus stable en Europe ;
- la France sera prête, dès le départ, à participer à l'UEM.

1. L'UEM est un processus de longue haleine, nécessaire et crédible

Dans le passé, l'UEM a suscité de nombreuses interrogations. Quel est son objectif ? Que peut-on en attendre ? Et fonctionnera-t-elle ? Je vais tenter de répondre à ces questions tout en soulignant le caractère indispensable et réaliste de l'UEM.

1.1. L'UEM est un processus de longue haleine

L'UEM n'est pas seulement un quelconque concept abstrait né de l'imagination de quelques uns. Elle constitue une étape logique dans un processus dont l'origine remonte aux années soixante-dix.

Après la disparition du système de taux de change fixes de Bretton Woods et la levée des obstacles aux mouvements de capitaux dans les années soixante-dix, un certain nombre de gouvernements européens ont acquis la conviction qu'une monnaie unique était nécessaire. Le *traité de Maastricht* constituait l'aboutissement d'une série d'initiatives très importantes. C'est le rapport Werner, en 1970, qui a inventé le concept d'Union économique et monétaire, formalisé ultérieurement dans le rapport Delors en 1989. Le traité de Maastricht a été approuvé, sans réserve, par treize pays démocratiques de l'Union européenne et dans un certain nombre d'entre eux, notamment en France, il a été ratifié par les électeurs par voie de référendum.

La logique de cette longue quête d'une Union monétaire réside dans les avantages que l'Europe toute entière retirera d'une *monnaie unique*.

1.2. L'UEM est une nécessité pour l'Europe

La suppression de tous les obstacles, douaniers ou autres, aux échanges a fait de l'Europe *le plus vaste marché du monde*. L'UE réalise 21 % de la totalité du commerce mondial, contre 17 % et 10 % respectivement pour les États-Unis et le Japon. Les avantages inhérents à la seule *taille* du marché unique sont évidents : il permet de mieux affecter l'épargne aux investissements les plus rentables ; il accroît la concurrence ; enfin, il permet de lever davantage de capital à de meilleures conditions sur des marchés très liquides pour financer des projets économiquement viables.

Dans cette perspective, la monnaie unique constitue la dernière grande réforme structurelle parachevant le marché unique en éliminant les derniers obstacles de nature économique qui subsistent encore au sein de l'Union européenne. À l'évidence, le Système monétaire européen et son mécanisme de change ont contribué à limiter l'instabilité des changes et à éliminer la culture d'inflation qui prévalait dans certains pays ; cependant, le degré actuel d'intégration économique et financière impose aux Européens de faire un pas de plus sur la voie de l'intégration monétaire. Les citoyens de l'Europe bénéficieront de toutes les facilités liées à l'utilisation du même instrument monétaire sur l'ensemble du continent européen, comme c'est aujourd'hui le cas pour les citoyens américains qui, d'un point de vue monétaire, se sentent chez eux sur tout le territoire des États-Unis.

Les avantages de la monnaie unique sont évidents. Elle réduira l'incertitude et facilitera les prises de décisions en matière d'investissement et de production. Elle permettra une juste comparaison des prix dans toute l'Europe et réduira les coûts de transaction. En outre, la zone de monnaie unique sera caractérisée par la stabilité des prix et la maîtrise des dépenses publiques, ce qui renforcera la confiance et favorisera la baisse des taux d'intérêt de marché. Enfin, et c'est aussi un point important, l'euro sera une devise internationale de premier plan, ce qui permettra d'élargir le champ de la coopération internationale.

1.3. L'UEM est un processus crédible

Étant donné que l'UEM représente un changement majeur dans l'environnement économique et monétaire de l'Europe, elle doit s'appuyer sur des bases solides et sa mise en œuvre doit intervenir dans des conditions techniquement irréprochables.

En ce qui concerne les fondements économiques, l'UEM repose sur *les critères de convergence*, qui doivent être respectés de façon stricte et sur une base durable. Le respect des critères de convergence est non seulement une condition juridique pour participer à l'UEM, mais il correspond à une bonne gestion économique, qui est dans l'intérêt même de tous les États membres. Il est très important de satisfaire à ces critères ; c'est dans l'intérêt de toutes les parties concernées, des pays susceptibles de faire partie du premier train de l'UEM comme des autres.

En effet, pour les pays économiquement les plus performants, la participation prématurée de pays n'ayant pas encore atteint un degré de convergence suffisant porterait atteinte à la crédibilité de l'euro ; il en résulterait une hausse des taux d'intérêt et, par voie de conséquence, un ralentissement de la croissance économique et de moindres créations d'emplois.

De même, pour une économie insuffisamment préparée, cela serait une erreur que d'adhérer trop tôt à l'UEM ; le pays subirait alors une rapide dégradation de sa compétitivité et connaîtrait d'importants problèmes au sein d'une zone monétaire caractérisée par une faible inflation.

En outre, le fait de passer à la monnaie unique constitue un très grand défi sur le plan technique, impliquant l'ensemble des catégories d'agents économiques, qui ont chacune leurs contraintes spécifiques. C'est pourquoi les chefs d'État et de gouvernement, réunis il y a un an à Madrid, ont adopté un scénario de transition qui s'appuyait largement sur les travaux préparatoires réalisés par l'Institut monétaire européen (IME). Le passage à la monnaie unique s'articule autour de deux dates-clés : à partir du début de 1999, la politique monétaire unique sera conduite, en euro, par le Système européen de banques centrales (SEBC) et les emprunts publics seront libellés en euro, ce qui conduira à un basculement rapide des marchés de capitaux pour les professionnels ; en 2002, on émettra des billets et pièces en euro et l'ensemble des activités bancaires destinées à la clientèle des particuliers seront alors libellées en monnaie unique. Ce scénario de passage à la monnaie unique est crédible et

techniquement réalisable. Les banques et institutions financières, qui sont au cœur du processus, mènent en ce moment des travaux préparatoires de façon très intensive afin de pouvoir répondre efficacement à toute éventuelle demande d'euro émanant des agents économiques.

2. L'UEM engendrera un environnement plus stable en Europe

Je sais toute l'importance du concept de stabilité pour les Allemands. Vous devez être assurés du fait que la culture de stabilité est toute aussi présente à l'esprit des Français. La France a, avec le franc, une monnaie stable et crédible et est très désireuse d'avoir un euro qui soit aussi stable et crédible que le franc français, aussi stable et crédible que le deutschemark et ce, dans l'intérêt de la prospérité économique de l'Europe. De fait, *l'UEM contribuera à renforcer la stabilité en Europe*. L'UEM apportera la stabilité sur les plans juridique, monétaire et budgétaire.

2.1. Un environnement juridique stable

L'UEM a besoin d'un *fondement juridique* stable pour promouvoir la crédibilité du passage à la monnaie unique. Le Conseil européen de Madrid a demandé à la Commission de préparer un projet de règlement du Conseil relatif au cadre juridique régissant l'utilisation de l'euro.

Cette réglementation a une importance capitale. Les *acteurs du marché* ont besoin de certitude juridique, non seulement en ce qui concerne les nouveaux instruments en euro, mais également la continuité des instruments libellés dans les anciennes monnaies nationales ou en écu. Outre les marchés de capitaux, cette certitude juridique est également importante pour les *citoyens*, étant donné que l'apparition d'une nouvelle monnaie va inévitablement susciter une relative incertitude dans un premier temps.

À cet égard, les travaux techniques préparatoires relatifs au *cadre juridique pour l'utilisation de l'euro* sont bien avancés. Les textes réglementaires européens actuellement en cours d'élaboration établissent clairement que l'euro sera la monnaie de l'Union monétaire européenne dès le 1^{er} janvier 1999. Dès lors, les *monnaies nationales*, en particulier les billets et pièces, continueront de circuler durant la phase transitoire, en tant que *subdivisions* de l'euro. Deux autres éléments-clés sont le fait que le *basculement vers l'euro garantira la continuité des contrats existants* libellés soit en monnaies nationales soit en écu et que l'euro se substituera à l'écu à un taux de 1 pour 1.

2.2. Un environnement monétaire stable

À mon sens, deux facteurs vont indubitablement renforcer la stabilité monétaire en Europe. Premièrement, la Banque centrale européenne (BCE), organisme indépendant, conduira la *politique monétaire unique* avec pour objectif final le maintien de la stabilité des prix ; deuxièmement, un *mécanisme de change* garantira la stabilité des relations de change entre les pays participant à l'Union monétaire et les pays européens qui n'en feront pas partie dès le départ.

Le traité de Maastricht a posé un cadre monétaire largement semblable à celui qui prévaut en Allemagne ou en France. L'objectif premier du *Système européen de banques centrales*, formé par la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales, sera la stabilité des prix. Le Conseil des gouverneurs de la BCE, constitué des gouverneurs de banque centrale des pays participant à l'Union monétaire et des directeurs de cette Institution, décidera du niveau des taux d'intérêt officiels.

Certains observateurs font valoir que le SEBC souffrira d'un manque de crédibilité, du moins au début. Je ne partage absolument pas ce point de vue. Les banques centrales nationales des pays participant à l'Union monétaire ont déjà à leur actif une longue période d'indépendance et de crédibilité et le point essentiel à cet égard est que l'euro intégrera cet héritage. Par ailleurs, le traité lui-même impose aux autorités nationales d'adapter, s'il y a lieu, les statuts de leurs banques centrales respectives pour les rendre pleinement indépendantes et faciliter leur intégration dans le SEBC. Enfin, l'indépendance du SEBC est garantie par un traité international.

La stabilité et la crédibilité de l'euro constitueront le point d'ancrage monétaire de l'Union européenne. Et la stabilité des monnaies qui resteront en dehors découle selon moi du Traité lui-même puisque son article 107 stipule que les États membres doivent considérer leur politique de change comme une question d'intérêt commun. Ainsi, le Conseil européen de Madrid a invité l'IME et la Commission à réaliser des études techniques sur la question des relations de change entre *les pays qui auront adopté la monnaie unique et les pays « exclus »*, que je préfère, pour ma part, appeler les pays ne participant pas encore à l'UEM. Les négociations à cet égard sont pratiquement achevées. Un consensus s'est dégagé en faveur d'un nouveau mécanisme de change (MCE bis), reposant sur des cours-pivots définis par rapport à l'euro, qui sera au centre du système. Ce mécanisme contribuera à :

- garantir un fonctionnement harmonieux du marché unique ;
- orienter les stratégies mises en œuvre par les États membres vers la stabilité ;
- favoriser la convergence au sein des pays ne participant pas à l'UEM et partant, renforcer leur capacité à rejoindre la zone de l'euro.

2.3. Renforcement de la stabilité budgétaire

L'Union monétaire sera caractérisée par la coexistence d'une politique monétaire unique et des politiques budgétaires nationales. Dans ce contexte, la question de la *discipline* et de la *coordination en matière budgétaire* est cruciale. Des politiques budgétaires saines aideront le SEBC à préserver la stabilité des prix. La coordination des politiques budgétaires contribuera à un dosage harmonieux des politiques économiques en Europe. La discipline budgétaire empêchera les pays qui enregistrent d'importants déficits de se financer à des taux d'intérêt peu élevés, en profitant de la crédibilité et de la stabilité mises en œuvre dans d'autres pays, et de faire ainsi cavalier seul.

L'idée d'un *pacte de stabilité* a d'abord été émise par M. Waigel et immédiatement approuvée par M. Arthuis il y a un an environ. Cette proposition a posé les principaux problèmes et a suscité des discussions approfondies tout au long de cette année. Ces discussions progressent, en particulier en ce qui concerne la définition des « circonstances exceptionnelles » autorisant un dépassement de la barre de 3 % fixée pour le déficit budgétaire. La solidité du pacte de stabilité et l'efficacité de l'action du Conseil de stabilité qui sera chargé de l'appliquer seront d'une importance capitale pour la crédibilité de l'euro et, par conséquent, pour une croissance saine et durable.

3. La France sera prête, dès le départ, à participer à l'UEM

Je souhaiterais maintenant vous exposer les raisons pour lesquelles la France sera prête pour l'échéance de 1999 en suivant la stratégie globale arrêtée par le président de la République.

La France prépare activement l'Union économique et monétaire.

Permettez-moi tout d'abord de vous dire où se situe la France en ce qui concerne le respect des critères de convergence.

Le *taux d'inflation*, mesuré par la hausse, en glissement annuel, de l'indice des prix à la consommation, s'établissait à 1,6 % en novembre, soit un niveau inférieur à l'objectif de 2 % retenu par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France. Le *franc français* participe au mécanisme de change européen depuis sa création et, depuis janvier 1987, son cours-pivot vis-à-vis de ce que l'on considère être les devises les plus stables et les plus solides en Europe est resté inchangé. Nos *taux d'intérêt à long terme* sont parmi les plus bas d'Europe et du monde. Les rendements des emprunts d'État à 5 ans et 10 ans se situent actuellement à égalité avec ceux des Pays-Bas et de l'Allemagne et seuls le Japon et la Suisse font état de niveaux plus bas. Le ratio *dette publique/PIB* se situe en dessous de la barre de 60 % fixée par le traité de Maastricht.

En ce qui concerne le dernier critère, limitant le rapport entre *déficit public* et PIB à 3 %, la situation s'améliore progressivement. Le déficit se situe vraisemblablement autour de 4 % du PIB en 1996, comme je vais maintenant vous l'exposer.

3.1. La politique budgétaire est axée sur la réalisation du critère de déficit

Le gouvernement français a mis en œuvre un *programme d'assainissement* destiné à ramener le déficit à 3 % du PIB en 1997 et en deçà de ce niveau en 1998.

Je souhaiterais souligner le fait que l'objectif à cet égard ne consiste pas uniquement à satisfaire au critère pour pouvoir participer à l'UEM, mais surtout à *garantir une situation budgétaire viable à moyen terme, c'est-à-dire en 1998, 1999 et au-delà*. Cela contribuera à l'obtention d'un dosage équilibré de politiques économiques en Europe, reposant sur des politiques budgétaires saines. La Banque centrale européenne, organisme indépendant, garantira la stabilité des prix et un Conseil de stabilité veillera à la coordination des politiques budgétaires et aidera à prévenir et à sanctionner les déficits excessifs.

Un dosage adéquat des politiques monétaire et budgétaire garantira la *crédibilité de l'euro en tant que devise internationale stable et solide*. Et, je voudrais souligner le fait que la confiance dans l'euro, que la crédibilité de la monnaie unique, doivent être établies à un très haut niveau dès maintenant, et non pas seulement après le 1^{er} janvier 1999. Nos taux à 10 ans incorporent déjà 2 ans de franc français (ou de deutschemark) et presque huit ans d'euro. Quant à nos taux à 30 ans, ils incorporent 2 ans de franc français et 28 ans d'euro !

L'*assainissement budgétaire* en France et dans d'autres pays de l'UE va également stimuler les *perspectives de croissance*. Diverses études, ajoutées à l'observation empirique, montrent que le processus d'assainissement budgétaire n'entravera pas nécessairement la croissance, en particulier dans les économies actuelles, largement internationalisées.

3.2. La politique monétaire française est fondée sur la stabilité et la crédibilité

La stabilité et la crédibilité sont davantage que de simples concepts théoriques. Elles représentent les conditions concrètes pour une croissance saine et durable.

La crédibilité de la politique monétaire française a certainement bénéficié de l'*indépendance statutaire* dont est dotée la *Banque de France* depuis décembre 1993. Cette modification de la loi reflétait le consensus qui existait en France sur la nécessité d'accorder l'indépendance à la Banque centrale. Dans un environnement financier mondial de plus en plus complexe, l'indépendance de la banque centrale constitue un pôle de stabilité et de crédibilité pour des agents économiques aux prises avec de nombreuses incertitudes.

L'objectif final de la Banque de France consiste à assurer la stabilité des prix, en contenant le taux d'inflation annuel en deçà de 2 %. Les décisions en matière de taux d'intérêt sont prises par les neuf membres du Conseil de la politique monétaire. Nous sommes une instance totalement indépendante et nous ne pouvons solliciter ni recevoir d'instructions de la part du gouvernement ou de toute autre entité. Les événements des trois dernières années ont montré que l'indépendance de la Banque de France est bien réelle et qu'elle fait office de gardien de la monnaie au service de toutes les sensibilités politiques en France, conformément aux intentions du législateur. Cette expérience a progressivement renforcé sa crédibilité, tant en France qu'à l'étranger.

Mais indépendance ne signifie pas maintien à l'écart des institutions démocratiques françaises. Le concept de *responsabilité* est la contrepartie indispensable de l'indépendance. La Banque de France présente son rapport d'activité au président de la République et au Parlement, conformément à la loi qui lui a accordé son indépendance. La Banque de France entretient des contacts très étroits avec les commissions des Finances de l'Assemblée nationale et du Sénat et le Conseil de la politique monétaire explique sa politique au grand public par le biais de conférences et de publications sur une base régulière.

La crédibilité de la politique monétaire française a contribué à *une décrue ordonnée et très sensible des taux du marché à court terme*, sans pour autant compromettre la stabilité des prix ou du taux de change. Les taux interbancaires nominaux à 3 mois se situent désormais à 3,4 %, soit le plus bas niveau enregistré depuis trente ans. Aujourd'hui, notre taux à 2 ans s'établit autour de 3,6 %, celui à 5 ans est proche de 4,7 % et le taux à 10 ans se situe aux alentours de 5,8 %. À l'évidence, la crédibilité de notre stratégie a produit des résultats remarquables ; et cette stratégie est tout à fait adaptée à

l'évolution conjoncturelle actuelle, c'est-à-dire un redressement progressif et équilibré de notre économie.

3.3. Les préparations entreprises par les agents économiques sont bien engagées

Pour leur part, les institutions financières, qui sont au centre du processus de passage à la monnaie unique, s'emploient aujourd'hui à *définir les procédures pratiques* pour opérer la transition, en collaboration avec la Banque de France.

Le message des banques, des institutions financières et des marchés de capitaux français est donc très clair : *la place financière française sera en mesure d'effectuer l'ensemble des opérations en euro dès le début de 1999*. C'est là une bonne nouvelle, non seulement pour les agents économiques nationaux, mais également pour les investisseurs et les émetteurs internationaux.

Un élément très notable à cet égard est la décision de faire entièrement basculer le *marché français des actions* vers l'euro à partir du début de 1999. Dans ce cadre, l'euro sera utilisé à la fois pour les transactions, les cotations et dans les systèmes de règlement, tandis que la clientèle des particuliers pourra continuer d'utiliser le franc français, si elle le souhaite.

En ce qui concerne le *secteur privé non bancaire*, on a assisté au cours des derniers mois à d'intenses travaux préparatoires. Diverses études menées en 1995 et 1996 ont montré que les entreprises françaises attendaient que les autorités assurent une coordination et fournissent des lignes directrices avant d'engager des investissements dans la perspective du passage à la monnaie unique. La plupart de ces études ont révélé les mêmes sujets de préoccupation, notamment les questions relatives à la comptabilité et à la fiscalité. Elles ont aussi fait apparaître des différences quant à la rapidité souhaitée pour la transition. Les grandes entreprises à vocation internationale souhaiteront sans doute utiliser l'euro dès 1999, tandis que les entreprises réalisant leurs activités principalement sur le marché intérieur, notamment les PME, ne passeront à l'euro que lorsque leurs clients opéreront la transition.

Dans ces conditions, il est important que les agents économiques, notamment les institutions financières, soient en mesure de relever le défi du passage à la monnaie unique, processus dont on ne peut encore évaluer le rythme avec précision. Je suis néanmoins convaincu que l'on trouvera les réponses appropriées à ces défis.

En conclusion, j'aimerais vous livrer quatre réflexions.

– Ce n'est pas seulement l'Union monétaire qui est en jeu, mais également, conformément au traité de Maastricht, l'Union économique. Il ne faut pas sous-estimer le degré d'union politique déjà contenu dans le traité avec le concept de coopération et de coordination étroites en matière économique et budgétaire. Ce concept sera renforcé par la doctrine de stabilité qui est partagée par les gouvernements européens et par le pacte de stabilité, actuellement en cours d'élaboration. En plus de l'Union économique et monétaire, espérons que les négociations dans le cadre de la Conférence intergouvernementale aboutiront à des avancées significatives sur la voie d'une Europe plus intégrée.

– Il est aussi important de mentionner la période de convergence et de stabilité déjà obtenue au sein de l'Union européenne. La stabilité monétaire n'est pas seulement un projet pour l'avenir, mais elle s'appuie déjà sur une longue expérience. Ainsi, sept des pays faisant partie du mécanisme de change européen n'ont pas enregistré de modification de leurs cours-pivots depuis janvier 1987, c'est-à-dire depuis près de dix ans, et, aux yeux des gouvernements et des banques centrales de l'ensemble de ces pays, les cours-pivots actuels, si l'on prend en compte toutes les données appropriées, reflètent parfaitement les données économiques fondamentales. Ces sept pays comptent au total 170 millions d'habitants, soit un chiffre situé à mi-chemin entre les populations du Japon et des États-Unis. Ils ont également le PIB par habitant le plus élevé au sein de l'Union européenne.

– Troisièmement, c'est une attitude répandue mais, à mon sens, erronée que de considérer la discipline budgétaire et la stabilité monétaire en Europe comme des contraintes imposées par l'Union économique et monétaire. Nous agirions exactement de même en l'absence du traité de Maastricht, étant donné que les stratégies suivies correspondent à une gestion économique saine.

Est-il besoin de rappeler que la Banque de France est attachée, de façon inébranlable, à la solidité de sa monnaie au sein du groupe des monnaies les plus crédibles en Europe. C'est là une partie intégrante de notre politique monétaire. Cette orientation s'inscrit dans le cadre de la stratégie européenne du président Jacques Chirac et du gouvernement d'Alain Juppé. Cela a d'ailleurs été réaffirmé par le président Chirac à l'occasion d'une rencontre récente avec le chancelier Kohl.

– Quatrièmement, dans une économie qui enregistre actuellement une reprise de la croissance, dont le PIB par habitant est — parallèlement à celui de l'Allemagne — le plus élevé parmi les grands pays de l'Union européenne, qui fait état du troisième excédent mondial au titre des paiements courants et dont les taux de marché sont au troisième niveau le plus bas dans le monde, le principal problème consiste à favoriser *autant que possible la création d'emplois par le biais de réformes structurelles appropriées*.

Le chômage en France, comme dans la plupart des autres pays d'Europe continentale — et également en Allemagne — est d'origine structurelle à hauteur de 80 % selon l'OCDE.

Sans rejeter les idéaux d'égalité et de fraternité, qui sont au cœur du contrat social français, il convient de s'inspirer de l'exemple des pays d'Europe continentale qui, tout en partageant les mêmes valeurs et en menant une stratégie monétaire et économique largement semblable à la nôtre, enregistrent de bien meilleurs résultats en termes de création d'emplois et de réduction du chômage.

Considérons à cet égard l'exemple des Pays-Bas et du Danemark.

Nous constatons que ces pays ont introduit un certain nombre de mesures spécifiques, pas particulièrement révolutionnaires. Ils ont ainsi favorisé le développement du travail à temps partiel.

Le simple fait d'instaurer en France la même proportion d'emplois à temps partiel qu'aux Pays-Bas permettrait de faire baisser le chômage de façon très sensible.

Il y a là un potentiel énorme de création d'emplois.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en décembre 1996

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 152 – décembre 1996

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

Cahier des titres de créances négociables – novembre 1996

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

Bulletin de la Commission bancaire – novembre 1996

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Comptes annuels des établissements de crédit – 1995

Volume 1 : Banques

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 250 TTC (prix du volume + disquette : FRF 300 TTC)

Comptes annuels des établissements de crédit – 1995

Volume 2 : Sociétés financières et institutions financières spécialisées

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 250 TTC (prix du volume + disquette : FRF 300 TTC)

Cahiers régionaux Alsace – décembre 1996

La commercialisation des vins d'Alsace

Banque de France Colmar
Secrétariat régional Alsace
(Tél. : 03 88 52 28 40 – Télécopie : 03 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – septembre 1996

L'industrie de la confection dans le Nord – Pas-de-Calais

Banque de France Lille
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 95)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – septembre 1996
L'industrie du coton dans le Nord – Pas-de-Calais**

Banque de France Lille
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 95)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – décembre 1996
La vente par correspondance – Les hypermarchés – Les grands magasins**

Banque de France Roubaix-Tourcoing
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 95)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

**Cycle de conférences 1995-1996 – Reims
La marche vers l'Union économique et monétaire**

par Jean-Michel Floc'hlay, directeur de la Mission Europe
(Tél. : 03 26 89 52 52 – Télécopie : 03 26 89 52 48)

2. Contribution à des publications extérieures

L'épargne des ménages en 1996

Intervention de Jean Peuré,
adjoint au directeur général des Études,
(*Bulletin COB* – n° 307 – novembre 1996)

La Banque de France croit en la reprise

Entretien avec Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
(*Le Monde* – 24 décembre 1996)

L'alternative à la précarité existe

Entretien avec Jean Boissonnat,
membre du Conseil de la politique monétaire,
(*L'Express* – 2 janvier 1997)

Le chèque payant est pour demain

Entretien avec Yves Ullmo,
secrétaire général du Conseil national du crédit et du titre,
(*Enjeux* – janvier 1997)

3. Communications des responsables de la Banque de France

L'Union économique et monétaire dans une perspective française

par Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à l'occasion de la réunion de la Confédération du patronat britannique,
à Londres, le 4 décembre 1996

L'Union économique et monétaire (UEM)³

par Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à l'occasion de la conférence annuelle des Caisses d'épargne allemandes,
à Bonn, le 12 décembre 1996

Entretien avec Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
sur France 2 « Les Quatre Vérités »,
le 18 décembre 1996

Entretien avec Paul Marchelli,
membre du Conseil de la politique monétaire,
sur RMC,
le 26 décembre 1996

Entretien avec Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France
sur TF1 « Les rendez-vous de l'entreprise »
le 9 janvier 1997

³ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

É T U D E S

LES MÉTIERS DES TITRES EN FRANCE

Si l'organisation des marchés d'instruments financiers a connu de multiples bouleversements au cours des années récentes, la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 a considérablement modifié l'environnement institutionnel. Aussi est-il apparu utile, à l'occasion de la réforme en cours, de présenter les métiers et les acteurs de ces différents marchés.

PATRICK GUERCHONOVITCH¹

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

AVERTISSEMENT

Cette étude a été réalisée en l'état de la législation et la réglementation en vigueur à fin septembre 1996, alors que des dispositions importantes sont en cours d'adoption. Par ailleurs, les données collectées auprès des organismes cités dans le corps de l'étude ont été généralement retraitées ou globalisées pour les besoins de la présentation de tableaux ou résumées. Un certain nombre d'entre eux ont été établis à partir de requêtes ad hoc et non de données publiées.

¹ L'auteur tient à adresser ses plus vifs remerciements à tous ceux qui, dans le cadre de différentes directions générales de la Banque de France et auprès de nombreuses institutions de la place, ont bien voulu contribuer à la réalisation de cette étude par leurs suggestions et surtout par leurs commentaires ou par la communication de données.

Cette étude a pour objet de présenter les métiers des titres à l'occasion de la transposition de la directive sur les services d'investissement, qui, tout à la fois, confirme les évolutions récentes et ouvre la voie à d'importants changements structurels.

Il convient tout d'abord de préciser le champ de l'étude qui concerne l'ensemble des différents métiers qui sont à l'origine de la création, de la circulation et de la distribution des titres. La définition retenue en l'espèce pour le produit « titres » inclut les valeurs mobilières (actions et obligations, titres subordonnés) ainsi que les titres de créances négociables et l'ensemble des instruments financiers de hors bilan, qu'ils soient cotés ou non sur un marché centralisé.

En effet, la déréglementation et la création de nouveaux types d'instruments qui se sont accompagnées, au cours de la décennie écoulée, d'un décloisonnement des différents marchés de capitaux, ont contribué à connecter étroitement les multiples catégories d'instruments négociés, de toutes échéances et de toutes natures (titres de capital, de créance, hors bilan...).

Cette étude couvre donc l'ensemble des marchés organisés de capitaux de la place ainsi que les marchés de gré à gré, à l'exception des marchés interbancaires et de change.

Les métiers de marché sont divers, du fait de la multiplicité des instruments désormais disponibles (actions, obligations, titres de créances négociables, instruments à terme et autres dérivés), d'une part, et de la spécialisation technique de plus en plus poussée des intervenants, liée à la sophistication et aux coûts croissants des systèmes à mettre en œuvre, d'autre part. Les fonctions associées aux métiers évoluent elles aussi, sous la pression de la compétition entre les acteurs.

Le rapport de la Commission de La Serre préconisait, en 1991, une segmentation des métiers des titres sur le fondement d'une typologie desdits métiers. Il a donné lieu à l'établissement, en 1993, de différents statuts professionnels pour les sociétés de bourse. Cette segmentation correspond peu ou prou à celle également observée sur d'autres marchés que la bourse en dépit des différences institutionnelles.

Cette segmentation par métier, qui est le fondement des règles prudentielles mises en œuvre par les autorités de marché, distingue les métiers d'intermédiation, de post-marché, de gestion, d'investissement pour compte propre et les divers autres métiers connexes.

C'est cette logique d'organisation par métier qui constitue le fondement de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 transposant la directive sur les services d'investissement.

La complexité de l'approche des activités titres résulte du fait qu'une catégorie d'acteurs disposant du même statut (banque, société de bourse...) peut exercer plusieurs métiers et qu'un même métier peut être exercé par plusieurs catégories d'acteurs, à l'exception de quelques activités, réservées à des opérateurs spécialisés.

Après avoir précisé l'objet et les principales caractéristiques des différents métiers des titres, la présente étude analysera la contribution de chaque catégorie d'acteurs, en particulier celle des établissements de crédit, ainsi que les risques associés à ces activités. Elle s'attachera ensuite à exposer les lignes de force de l'évolution à moyen terme des métiers des titres, en tenant compte de l'impact attendu du nouveau cadre institutionnel issu de la transposition de la directive sur les services d'investissement.

Plus précisément, l'étude est structurée de la façon suivante.

Les métiers des titres : rôle et poids économique des différents acteurs

L'intermédiation

On distingue ici les trois modes d'intermédiation sur titres : l'intermédiation contrepartiste (ex. : les teneurs de marché), l'intermédiation non contrepartiste du croire (ex. : les sociétés de bourse lorsqu'elles agissent comme négociateur-compensateur) et l'intermédiation non du croire.

Les statuts actuels des différentes catégories d'intermédiaires sont présentés par marché ainsi qu'un essai de quantification des volumes d'affaires et des résultats des principaux intervenants et de la part des établissements de crédit dans cet ensemble.

Le post-marché

On regroupe sous ce terme l'ensemble des opérations techniques de dénouement des transactions et de conservation des comptes d'instruments financiers. Un essai d'évaluation du poids des multiples intervenants est complété par une analyse des évolutions en cours.

La gestion et la distribution de produits financiers

Avec un certain retard par rapport aux autres métiers des titres, la gestion et la distribution sont entrées dans une phase de réforme institutionnelle globale. Le cadre juridique et les responsabilités des acteurs sont complétés par une analyse des composantes de la gestion (gestion collective, gestion institutionnelle, gestion individuelle).

Les métiers connexes

La diffusion d'informations de marchés, l'analyse financière et le conseil s'insèrent dans les différentes filières des métiers des titres, dont ils dérivent et enrichissent le processus.

Les activités de négociation et d'investissement pour compte propre

L'intermédiation contrepartiste ayant été isolée parmi les activités pour compte propre, les autres composantes constituent un ensemble multiforme de transactions dont on retient principalement les opérations d'arbitrages et de structuration de produits financiers composites.

Les risques des métiers des titres

Aux risques financiers *stricto sensu* — risques de crédit (sur l'émetteur) ou de contrepartie (sur la contrepartie de la transaction, le conservateur des titres...) et risques de marché —, s'ajoutent les risques opérationnels, juridiques et commerciaux spécifiques aux métiers des titres, pour lesquels on analyse plus en détail les aspects relatifs au dépositaire et à la déontologie des opérateurs.

Les perspectives d'évolution des métiers des titres

L'analyse se compose de deux parties :

- une présentation des évolutions récentes des différents métiers et les perspectives prochaines, en termes de technologie, d'organisation et de concurrence et les conséquences possibles de la monnaie unique, indépendamment de la loi du 2 juillet 1996 ;

– un essai d'estimation de l'impact de cette dernière sur les métiers dans le contexte technique et économique étudié plus haut. Les problématiques identifiées concernent la distinction entre marchés réglementés et non réglementés, la localisation des activités et l'évolution de la notion même de « place financière ».

Une table des matières détaillée est fournie en annexe.

1. Les métiers des titres : le rôle et le poids économique des différents acteurs

1.1. L'intermédiation sur titres

1.1.1. Les différents modes d'intermédiation

Il est légitime de s'intéresser en premier lieu à l'intermédiation dont la fonction rend possible l'existence de marchés, qu'ils soient réglementés ou pas. On entend ici par intermédiation le rôle qu'exercent les professionnels qui s'interposent entre acheteurs et vendeurs sur un marché déterminé. Que ce rôle résulte d'une organisation formalisée ou de la pratique marchande ne modifie pas son utilité sur le fond. Il s'agit principalement de rapprocher l'offre et la demande en vue d'assurer un ajustement équilibré. L'intermédiaire peut intervenir directement sur les transactions ou limiter son rôle à la transmission de flux d'ordres (prix, quantités). L'objectif reste l'animation du marché au sens large, afin d'en garantir ou d'en renforcer la liquidité et la profondeur.

Sur les marchés centralisés (bourse de valeurs, Matif, Monep), l'intermédiation est réservée aux membres des marchés, qui s'obligent à adhérer aux systèmes de place de négociation et de dénouement, ainsi qu'à appliquer les réglementations en vigueur. Principalement, seuls¹ les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les établissements agréés dans l'Union européenne bénéficiant de la reconnaissance mutuelle peuvent être membres du Matif et du Monep. Depuis le vote de la loi du 14 février 1996, les établissements de crédit et les établissements bénéficiant de la reconnaissance mutuelle peuvent également être membres de la bourse de valeurs, ce qui était jusqu'alors réservé aux sociétés de bourse².

L'intermédiaire peut s'engager plus ou moins directement sur le marché. Selon un niveau décroissant d'implication, on peut distinguer l'intermédiation contrepartiste, l'intermédiation ducroire et l'intermédiation non ducroire.

Les différents modes d'intermédiation dépendent de l'organisation des négociations : marchés dirigés par les ordres ou par les prix.

L'organisation des marchés réglementés en France a traditionnellement privilégié les marchés d'ordres par rapport aux marchés dirigés par les prix. Les marchés d'ordres sont organisés de telle sorte que des courtiers, seuls agréés à négocier en bourse, collectent les ordres de la clientèle ou de leurs intermédiaires et alimentent un système, automatisé ou à la criée selon les marchés, qui rapproche l'offre et la demande en vue de déterminer, à un instant donné, le prix d'équilibre de la valeur concernée. Dans ce cadre, le courtier a bien entendu un rôle incontournable puisqu'il centralise les transactions et tend à assurer au marché fluidité et liquidité, en gérant le carnet d'ordres collectés auprès de la clientèle. L'un des objectifs implicites est la détermination d'un prix équitable, sans distinguer gros et petits ordres, ou transactions privées et transactions professionnelles³. Le courtier est un

¹ Des membres du Matif peuvent ne pas être prestataires de services d'investissement.

² Dispositions prises alors par anticipation de la loi du 2 juillet 1996 transposant la directive sur les services d'investissement. Ce n'est qu'à la fin de l'année 1996 qu'un premier établissement de crédit est devenu membre de la Bourse de Paris, en se substituant à sa filiale, société de bourse, absorbée à cette occasion.

³ Par professionnels, on entend généralement les membres du marché ou l'ensemble des « professionnels des titres », dont les investisseurs institutionnels ou les banques non membres.

commissionnaire du donneur d'ordre et il est généralement ducroire : après avoir reçu les instructions du donneur d'ordre, il procède à la négociation de la valeur auprès d'autres courtiers, exécute la transaction au profit du donneur d'ordre, et en assure le dénouement, sauf s'il est négociateur pur (cf. *infra* « post-marché »). C'est en garantissant la bonne fin de cette dernière opération que le courtier se constitue ducroire. Enfin, dans quelques cas, le courtier limite sa prestation à la négociation sans se porter ducroire. Il est alors seulement négociateur (négociateur pur ou négociateur-courtier, selon l'appellation utilisée sur les différents marchés).

Au contraire des marchés d'ordres, les marchés dirigés par les prix (ou marchés de « *market makers* ») ne placent pas le courtier au centre des transactions. Bien que cette organisation puisse être mise en œuvre indifféremment sur marchés réglementés ou de gré à gré, elle est dominante, en France, surtout sur les marchés de gré à gré. Des courtiers peuvent exercer sur ces marchés, mais ils ne sont pas responsables de la formation des prix et n'agissent qu'en tant que soutien de la fluidité, de la liquidité et de la transparence du marché, en garantissant l'anonymat des transactions et en régulant les flux d'offres et de demandes, en particulier les gros ordres. Sur ce type de marchés, qui prédominent dans les pays anglo-saxons, les prix sont affichés par des teneurs de marché (« *market makers* »). Ceux-ci s'apparentent à des « super-grossistes », qui négocient pour compte propre un volume suffisant de titres ou d'instruments financiers pour répondre à toute demande sur un prix et animer efficacement la vie de la valeur dont ils sont responsables. On peut associer à cette activité celle de contrepartiste. Ces deux activités peuvent être qualifiées d'« intermédiation contrepartiste », puisqu'elles impliquent une prise de position des intermédiaires pour compte propre. Ces deux activités (tenue ou animation de marché et contrepartie) ont été explicitement définies dans le cadre des travaux préparatoires de la loi du 2 juillet 1996, bien que celle-ci ne reprenne pas ces définitions. Elles seront toutefois prises en compte pour l'application de la loi.

1.1.2. Les marchés d'instruments financiers de la place

Avant d'analyser les fonctions et l'organisation du métier d'intermédiation, il convient de rappeler succinctement les marchés sur lesquels ils s'exercent.

Les marchés de la place incluent quatre marchés réglementés de titres et de produits dérivés : le marché des actions et obligations en bourse, le Nouveau marché, le Monep et le Matif ainsi que trois marchés de gré à gré : les marchés des bons du Trésor et de titres de créances négociables et d'instruments dérivés de gré à gré ; ils font l'objet d'une rapide présentation statistique en annexe 1¹.

1.1.2.1. Les marchés réglementés et centralisés

La Bourse de Paris

La loi du 2 juillet 1996 a établi des « entreprises de marché » (art. 40), « sociétés commerciales qui ont pour activité principale d'assurer le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers ». La Société des bourses françaises assure cette fonction pour la Bourse de Paris.

La bourse est un marché d'ordres dont l'organisation a très sensiblement évolué depuis une dizaine d'années. Elle centralise la cotation des actions, des différentes catégories d'obligations domestiques et des divers instruments « accessoires » qui s'apparentent à des dérivés (bons de souscription, warrants...) ainsi que la négociation des actions, et, très partiellement, celle des obligations.

¹ On néglige le marché du hors-cote, auquel se substitue le marché dit OTC (ouvert à toute cession) depuis le 23 septembre 1996.

Ce marché fonctionne en continu depuis la mise en place du système de négociation automatisée CAC en 1986. L'ensemble des opérations de routage et de négociation des ordres sont automatisées (systèmes de routage Rona et de cotation Coca). Le système CAC a été complété par une procédure automatisée et continue de transmission, de négociation et de diffusion des ordres pour les valeurs les plus liquides (les autres font l'objet, au minimum, d'un fixage bi-journalier). En juin 1995, ce système CAC — désormais appelé NSC (nouveau système de cotation) ou « super CAC » — a été modernisé pour lui permettre d'absorber un nombre croissant d'ordres, dans les conditions les plus diverses¹ sans quotité minimum de négociation.

Les autorités ont, dans le même temps, favorisé des mécanismes d'intermédiation contrepartiste. Il s'agissait, d'une part, de mettre la place de Paris en position de concurrencer la place de Londres, où une part croissante de valeurs françaises étaient négociées, et, d'autre part, de suppléer à l'impossibilité de coter en continu des valeurs peu liquides. A ainsi été introduite la fonction de teneur de marché lors de la création du second marché, en 1983, lequel s'adresse à des émetteurs récents dont les volumes de titres restent modestes. Cette fonction a été étendue à la cote officielle (règlement mensuel et comptant).

En outre, et en dehors du cadre spécifique des activités de teneur de marché, les membres du marché ont été autorisés à prendre des positions pour compte propre à la fois en bourse et hors bourse (contrepartie bilatérale).

De plus, un nouveau marché d'actions émises par des sociétés innovatrices : le « nouveau marché » vient compléter, depuis le 14 février 1996, les marchés précités (règlement mensuel, comptant, second marché).

Enfin, un marché dit « marché libre OTC » se substitue à l'ancien marché hors-cote.

Le Monep

Créé en 1987, le marché d'options négociables sur actions et indices s'est substitué au marché d'options non négociables (« primes ») jusqu'alors rattaché au marché à règlement mensuel.

L'organisation du Monep est structurellement la même que celle de la bourse (le Monep est d'ailleurs géré par une filiale de la Société des bourses françaises) : les membres du marché sont négociateurs (pour la négociation sur le marché) et compensateurs (pour réaliser le règlement des primes). Par ailleurs, le Monep agréé des teneurs de marché mandatés par les sociétés de bourse.

La cotation est réalisée de manière automatisée *via* le système Stamp², qui achemine et confronte les ordres de la clientèle des sociétés de bourse — par opposition à ceux des teneurs de marché — qui font l'objet d'un traitement prioritaire. La cotation électronique a été étendue à l'ensemble des valeurs du Monep au cours de l'année 1995, à l'exception des options sur indice CAC 40, cotées à la criée.

Le Matif

Créé en 1986, le Matif est, aux côtés de la Bourse de Paris, le principal marché organisé et réglementé d'instruments financiers de la place. Outre divers contrats d'options de change, qui ne représentent qu'une part résiduelle des transactions, ce marché s'est imposé en Europe principalement grâce aux contrats de taux longs et courts (notionnel 10 ans et Pibor 3 mois, contrats à terme et options) et grâce aux contrats fermes sur indice CAC 40. En volume de lots négociés, le Matif est le cinquième marché à terme organisé du monde et le deuxième en Europe, après le Liffe britannique (150 millions de lots échangés en 1994).

¹ Ordres « stop », « au mieux » (ou « à tout prix »), « tout ou rien », etc., qui ne pouvaient pas être réalisés dans le précédent système CAC

² Système de transactions automatisées du Monep

À l'instar des deux précédents marchés, le Matif intègre des membres contrepartistes (teneurs de marché) et des intermédiaires proprement dits, mais, à la différence du Monep et de la bourse, la négociation est effectuée à la criée. Dans le cadre d'une convention avec le Matif, des intervenants peuvent toutefois conclure des transactions hors criée *via* le système Globex®¹. Ce dernier a connu un important développement depuis 1993 et représente désormais 9 % du total des volumes négociés. Outre les cotations et transactions Globex®, le Matif a développé un accord de coopération avec son homologue allemand, la Deutsche Termin Börse (DTB), permettant, aux heures ouvrables de cotation, de réaliser des transactions sur celui-ci depuis Paris (ou sur le Matif depuis Francfort) *via* un système de transaction électronique (Tradeus®). Mais l'accord entre le Matif et la DTB a été dénoncé au cours de l'année 1996. Dès lors, les membres du Matif qui adhèrent d'ores et déjà au système Tradeus® peuvent continuer à intermédier des transactions sur la DTB, mais comme membres directs de cette Bourse.

Le Matif est donc désormais doté d'une organisation intégrant toutes les formes existantes de négociations centralisées : à la criée et électronique, par des teneurs de marché et des intermédiaires courtiers.

1.1.2.2. Les marchés totalement ou partiellement de gré à gré

Le marché obligataire

La majeure partie des transactions sont réalisées hors bourse, bien que l'ensemble des obligations émises soient cotées. Ceci résulte de l'organisation particulière du marché obligataire, pour lequel le monopole réglementaire d'intermédiation des sociétés de bourse, désormais aboli pour l'ensemble des valeurs, a disparu depuis 1991. Coexistent donc un marché centralisé en bourse, *via* les sociétés de bourse, et un marché dirigé par les prix des teneurs de marché, où interviennent également des contrepartistes non teneurs de marché et des agents des marchés interbancaires (AMI), non ducroire, en particulier sur les valeurs du Trésor.

En définitive, bien que négociables théoriquement dans les mêmes conditions que les actions, à savoir sur un marché centralisé, on peut considérer que le marché des obligations est globalement un marché de prix, intermédiaire par des contrepartistes. Cet aspect particulier du marché obligataire résulte à la fois de la part exclusive des banques sur les services liés aux émissions et d'un quasi-monopole de souscription pour les investisseurs professionnels sur le marché primaire. On peut noter, toutefois, qu'en octobre 1994 certaines émissions d'obligations d'État ont été ouvertes aux particuliers. Afin de soutenir ce marché primaire « particulier » et de répondre à un regain d'intérêt des particuliers pour la détention en direct d'obligations, les établissements qui ont placé des obligations « particuliers » se sont engagées à afficher des fourchettes de prix achat-vente de 0,40 % pour des quotités maximum de 2 millions de francs et des sociétés de bourse ont pris l'engagement de coter les obligations d'État « particuliers » en continu dans les mêmes conditions.

Les marchés des bons du Trésor et des titres de créances négociables

Sur ces marchés de gré à gré, sont négociés, outre les bons du Trésor (BTF et BTAN), les titres de créances négociables des émetteurs privés : certificats de dépôt et bons des institutions financières spécialisées (émis par les établissements de crédit), les billets de trésorerie (émetteurs non bancaires) et les bons à moyen terme négociables (BMTN), émis indistinctement par les établissements de crédit et les autres émetteurs, pour une durée initiale supérieure à un an, à la différence des précédents.

¹ Globex® est un système mondial de négociation constitué par Reuters et le Chicago Mercantile Exchange (CME) en 1989 auquel le Matif s'est connecté en 1993. En 1995, la négociation des produits Matif a représenté la majeure partie de l'activité du système. Il s'agit d'un système de négociation électronique dont les terminaux sont répartis dans le monde entier. Les bourses participantes ont la responsabilité de la négociation et de la compensation. Cette organisation permet d'étendre les séances au-delà de la criée et permet aux membres d'une bourse de négocier les produits d'une autre bourse. En décembre 1995, 390 terminaux étaient installés sur les huit principales places financières.

Bien que ne constituant qu'un peu plus de la moitié des encours, selon les années, les bons du Trésor à court et moyen terme concentrent à eux seuls la majeure partie des transactions sur le marché secondaire, et sont un support fréquent d'opérations de pensions livrées. À l'instar du marché obligataire, le marché secondaire des titres de créances négociables est donc massivement un marché de valeurs publiques.

Ces instruments ne sont pas cotés en bourse et le marché est organisé par des teneurs de marché opérant de gré à gré : les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), qui réalisent également la majeure partie de l'intermédiation des obligations d'État. Les agents des marchés interbancaires y interviennent en tant que courtiers non ducroire et diverses institutions financières et établissements de crédit en tant qu'intermédiaires contrepartistes. La Banque de France, en vertu du décret du 13 février 1992 modifié, exerce une fonction de surveillance du respect des conditions d'émission fixées par la loi du 26 juillet 1991. Elle peut suspendre ou interdire d'émission un émetteur qui ne respecte pas ces dispositions. À cette fin, la Banque de France reçoit communication des dossiers de présentation financière des émetteurs. La Banque de France est également chargée du suivi statistique de ces marchés. Enfin, la Commission des opérations de bourse veille au respect des obligations d'information dans le dossier de présentation financière. Les transactions initiées sur le marché des bons du Trésor et la majeure partie des transactions sur les titres de créances négociables sont dénouées sur un système central de dénouement (Saturne — cf. « post-marché » ci-dessus —), lorsqu'il s'agit de transactions domestiques.

Les marchés d'instruments dérivés de gré à gré

Il s'agit des contrats d'échange de taux d'intérêt et de cours de change et des contrats d'options de gré à gré, dont certains (produits interbancaires de court terme ou produits « cambistes ») sortent du champ strict de cette étude. On retiendra surtout les contrats d'échange de taux de référence de long terme, qui peuvent représenter des proches substituts de contrats à terme sur taux longs ou d'autres instruments longs ainsi que l'ensemble des options de gré à gré, en particulier, sur taux, actions et indices boursiers.

Ces marchés, à la différence des précédents, sont les plus « bilatéraux », dans la mesure où n'intervient aucune organisation centralisatrice, qu'il s'agisse de la négociation ou du post-marché, contrairement, par exemple, aux bons du Trésor dont les transactions sont dénouées sur un système centralisé.

Pour les instruments dérivés de gré à gré, le fonctionnement des marchés se fonde sur les seuls teneurs de marché et intermédiaires contrepartistes, et plus accessoirement intermédiaires non ducroire, tant pour la négociation que la cotation et le post-marché — paiements, débouclage anticipé éventuel, *netting* (contrats de novation)...

La liquidité dépend du degré de « standardisation » des produits et des volumes de transactions. Ainsi, parmi les contrats d'échange, les contrats d'échange de taux, sur des échéances d'au plus cinq ans et sur certains taux de référence, constituent un segment plutôt liquide. Par contre, certains segments du marché des options sont composés de produits « exotiques » ou *ad hoc*, par nature peu liquides.

1.1.3. Les différentes catégories d'intermédiaires

Les autorités de marché ont formalisé les responsabilités des différents intervenants en accordant des agréments par métier. Le tableau ci-après présente les grandes catégories d'intermédiaires dont une description plus détaillée est fournie en annexe 2.

Marchés Intermédiaires	Marchés réglementés		Marchés de gré à gré		
	Bourse/Monep (actions et obligations)	Matif	Valeurs du Trésor et du secteur public	Obligations traitées hors bourse (hors valeurs du Trésor)	Dérivés de gré à gré
Intermédiaires contrepartistes – Teneur de marché	Spécialiste par valeur	Teneur de marché	Spécialiste en valeurs du Trésor (SVT)	Teneur de marché	Teneur de marché (non réglementé)
	Introducing-teneur de marché		Spécialiste en valeurs du secteur public	Contrepartie ordinaire (intervenants non SVT)	Pas de cahier des charges
– Négociateur pour compte propre	Contrepartiste ordinaire	Adhérent compensateur individuel	ns	Contrepartiste ordinaire	ns
Adhérent compensateur général	Adhérent compensateur individuel	Négociateur-courrier (dans certains cas)	ns		ns
Intermédiaires d'écriture	Négociateur-compensateur multiple	Adhérent compensateur général			
Négociateur-compensateur individuel	Adhérent compensateur individuel				
Compensateur multiple	Compensateur multiple				
Intermédiaires non d'écriture	Négociateur pur (écriture par exception si teneur de compte)	Négociateur-courrier (écriture par exception si teneur de compte)	Agent des marchés interbancaires (a)	Agent des marchés interbancaires (a)	Agent des marchés interbancaires (a)

(a) Peut également intervenir sur les marchés réglementés
ns : non significatif (la fonction décrite n'existe pas sur le marché en question)

Sources : SBF – Matif

1.1.4. Essai de quantification des volumes d'activité des différentes catégories d'intervenants

La mesure de l'activité d'intermédiation, selon les trois sous-catégories (contrepartiste, d'écriture, non d'écriture) n'est pas directement réalisable. En premier lieu, ces activités peuvent être indifféremment exercées par un même acteur, sur plusieurs marchés différents. En second lieu, il est délicat de quantifier l'intermédiation non contrepartiste dans la mesure où elle ne se traduit pas par des prises de position enregistrées au bilan des intervenants.

Jusqu'à la suppression du monopole des sociétés de bourse pour la négociation en bourse, en février 1996, la répartition de l'activité était assez largement le reflet des cloisonnements institutionnels : les activités en bourse relevaient exclusivement des sociétés de bourse et des sociétés de contrepartie sous leur contrôle ; il en était de même sur le Monep pour la négociation en bourse, mais la compensation était ouverte aux banques ; le marché obligataire relevait en grande partie des établissements de crédit ; seul le Matif faisait coexister tous les établissements de crédit et les sociétés de bourse dans les différents métiers d'intermédiation.

1.1.4.1. L'intermédiation en bourse¹

Le monopole des sociétés de bourse n'ayant été aboli qu'en 1996, l'analyse de l'activité d'intermédiation boursière peut, encore aujourd'hui, être confondue avec celle des sociétés de bourse, qui constituent le principal objet de ce paragraphe. En effet, l'agrément direct d'établissements de crédit et d'autres entreprises d'investissement comme membre est un phénomène récent (fin 1996) et pour l'instant non significatif quantitativement.

¹ Les données chiffrées de ce paragraphe ont été fournies par la Société des bourses françaises. Dans cette étude, on continue d'employer le terme de « sociétés de bourse » bien que celles-ci fassent désormais partie des « entreprises d'investissement ». En effet, ces derniers termes sont génériques et peuvent désigner d'autres établissements que les sociétés de bourse *stricto sensu*, d'une part. Elles auront probablement le droit de conserver cette appellation après le 31 décembre 1996, d'autre part.

L'activité d'intermédiation boursière est par nature volatile ; ainsi, les volumes des transactions sur actions ont diminué de presque 6 % en 1995, après avoir augmenté de près de 15 % en 1994. Les volumes de contrats échangés sur le Monep ont diminué de 2 % en 1995, mais cette moyenne masque des fluctuations plus brutales selon les contrats (- 19 % sur les options sur indice long par exemple).

Dans le même temps, les courtages et les commissions de place perçues par la Société des bourses françaises ont diminué : le courtage moyen des sociétés de bourse, dont les tarifs sont libres depuis 1989, s'établit à environ 0,2 % du montant échangé. Les commissions de la Société des bourses françaises¹ constituent un coût moyen par négociation de l'ordre de 19 francs, soit une réduction de l'ordre de 50 % depuis cinq ans.

Traditionnellement engagées sur les principaux métiers des titres — négociation, compensation, gestion et conservation —, les sociétés de bourse tendent, depuis la réforme de l'organisation boursière de 1988, à se spécialiser, ce dont les autorités du marché ont pris acte en formalisant des agréments spécifiques de négociateur pur, de compensateur multiple et de négociateur compensateur multiple (négociation et compensation des ordres clientèle et possibilité de compenser les ordres d'autres négociateurs), aux côtés de l'agrément « traditionnel » de négociateur compensateur individuel (la compensation est limitée aux ordres « maison » (compte propre) et de la clientèle pour laquelle l'intermédiaire est négociateur). Par ailleurs, les sociétés de bourse tendent à filialiser les activités de gestion et de conservation ou à les céder ou les déléguer à des tiers.

Sur les 57 sociétés de bourse en activité au 31 décembre 1995, 36 exercent les activités de négociateur compensateur individuel, 15 celles de négociateur pur, 3 celles de négociateur compensateur multiple et 3 celles de compensateur multiple. La compensation multiple ne peut concerner qu'un nombre limité d'intermédiaires, du fait du volume de fonds propres exigés et de la logique industrielle de sous-traitance technique qu'implique cette activité. On note, en revanche, l'essor des négociateurs purs, qui développent leur activité dans une logique de services nécessitant moins de moyens humains et techniques mais un grand savoir-faire commercial. La constitution de nouvelles structures de négociation pure peut s'inscrire dans une stratégie multi-métiers d'un groupe financier ou bancaire mais il s'agit aussi, pour d'autres, de structures spécialisées sur la négociation, qui seront soumises, plus que des groupes aux métiers diversifiés, aux fluctuations de volumes de transactions. Le segment de la négociation devrait, en effet, devenir une activité de plus en plus concurrentielle au fur et à mesure qu'elle se déconnectera de la compensation et la légèreté des moyens à mettre en œuvre pour la négociation contribuera sans doute à accroître le rythme des créations, mais aussi des disparitions, des intermédiaires.

Les compensateurs multiples dépendent également des volumes échangés (car ils doivent couvrir des coûts fixes importants, en particulier informatiques) mais cette activité peut sans doute récupérer un certain volume d'affaires auprès d'autres intermédiaires cherchant à se concentrer sur la négociation. En 1995, les compensateurs individuels ont traité 75 % des volumes échangés en actions, et les compensateurs multiples 25 %.

La spécialisation accrue des intervenants a partiellement pour origine la présence de plus en plus marquée de groupes étrangers dans le capital des sociétés de bourse. Ceux-ci sont plus enclins à développer, dans un premier temps au moins, une logique de services, plutôt qu'une approche industrielle, compte tenu du coût d'entrée de cette dernière option. Au 31 décembre 1995, 13 sociétés de bourse étaient contrôlées par des groupes étrangers, soit un peu moins du quart.

Les produits des activités d'intermédiation (courtage et contrepartie) sur les marchés secondaires des sociétés de bourse sont détaillés dans le tableau suivant.

¹ Elles rémunèrent, pour environ les deux tiers, la mise en œuvre des systèmes de négociation, pour environ 30 %, la participation de la Société des bourses françaises à la compensation et pour un peu plus de 4 %, la structure institutionnelle (source : Société des bourses françaises).

**PRODUITS DES ACTIVITÉS D'INTERMÉDIATION
DES SOCIÉTÉS DE BOURSE**

(en millions de francs)

	31 décembre 1995	31 décembre 1994	Variation 1995/1994 (en pourcentage)
TOTAL PRODUITS BRUTS D'EXPLOITATION SUR INTERMÉDIATION SUR TITRES.....	16 125	6 818	136,5
Produits bruts d'exploitation sur activités de contrepartie.....	12 878	2 785	362,5
Courtages sur actions.....	2 435	3 057	- 20,4
Courtages sur obligations.....	224	277	- 19,1
Autres produits bruts sur intermédiation.....	588	699	- 16,0
PRODUITS NETS D'EXPLOITATION SUR INTERMÉDIATION SUR TITRES.....	4 846	3 860	25,5
Produits nets sur contrepartie.....	2 165	1 055	105,2
Autres produits nets sur intermédiation.....	2 681	2 805	- 4,4
PRODUIT NET BANCAIRE (toutes activités).....	5 310	5 988	- 11,3
dont : Produit net bancaire intermédiation (en pourcentage).....	91	65	

Source : Société des bourses françaises
(données provisoires non certifiées)

L'essor considérable des produits d'exploitation semble contredire la constatation par les professionnels d'une baisse d'activité en 1995. En fait, les chiffres ci-dessus incluent les résultats de deux sociétés de bourse agréées en 1995 et qui ont réalisé d'importants produits dès cette année. En l'absence de ces deux sociétés de bourse, les produits bruts d'exploitation sur contrepartie auraient diminué de 6 % et les produits nets sur contrepartie n'auraient augmenté que de 90 %, au lieu de 105 %. Enfin, le produit net bancaire aurait reculé de 18 %, au lieu de 11 %. Ceci confirme donc bien la baisse d'activité et de profitabilité, les deux nouveaux établissements contribuant d'ailleurs faiblement à la profitabilité globale, alors qu'ils ont réalisé à eux seuls 80 % des produits bruts sur contrepartie et 76 % de l'ensemble des produits d'exploitation. Leur agrément récent et leurs volumes d'activité très supérieurs à la moyenne des sociétés de bourse faussent partiellement l'analyse de cette population.

Outre une baisse d'activité en 1995, on observe une nette progression de la part relative des produits imputable à l'activité de contrepartie. En fait, en ne reprenant pas les deux établissements précités, les produits bruts des opérations clientèle se répartissent à peu près également en produits tirés de l'intermédiation contrepartiste (2 612 millions de francs) et en courtages (2 659 millions de francs), essentiellement sur actions. En termes de produits nets, la contrepartie représente désormais 45 % des produits nets d'intermédiation sur titres. En ne prenant pas en compte les deux nouvelles sociétés de bourse, on constate que ce pourcentage est analogue pour 1995 (43 %).

Les produits réalisés par les sociétés de bourse sont fortement concentrés sur un petit nombre d'intervenants ; en particulier, les produits sur activités de contrepartie sont réalisés à hauteur de 90 % par cinq établissements¹, alors que les cinq premiers courtiers ne concentrent que 30 % des courtages actions. Par ailleurs, la spécialisation des intervenants est forte puisque sur les cinq premiers contrepartistes, un seul figure également parmi les cinq premiers courtiers.

Sur le Monep, les volumes d'activité des sociétés de bourse représentent (tenue de marché, négociation et compensation confondues) 80 % de l'activité du marché, le solde représentant la part des établissements de crédit.

¹ 65 % hors les deux nouvelles sociétés de bourse

1.1.4.2. La présence prépondérante des établissements de crédit sur les autres marchés d'intermédiation

Le Matif¹

Après avoir connu une progression spectaculaire des volumes depuis 1990 (une multiplication par cinq des volumes traités en nombre de lots de 1990 à 1994, pour atteindre près de 100 millions de lots annuels), le Matif a enregistré un recul sensible des négociations (- 24 %) en 1995. Les contrats sur référence court terme (TIOP 3 mois) ont connu des progressions sensibles, liées aux fluctuations conjoncturelles sur ces taux, à la différence des contrats sur référence de taux longs (notionnel) et sur indice boursier (CAC 40), qui ont subi les effets d'une contraction parallèle des volumes sur les marchés sous-jacents.

La spécialisation progresse également sur ce marché. Alors que les compensateurs individuels (pouvant exercer également une activité de négociateur et de teneur de marché) traitaient plus de 60 % des négociations en 1992, ils n'en réalisaient plus que 57 % en 1994. Le transfert des activités de négociation s'est fait au profit des négociateurs purs (NEC) qui négociaient 12,5 % des lots en 1994, contre 7,5 % en 1992.

En termes de statut des acteurs, les établissements de crédit représentent toujours une part prépondérante des volumes négociés (75 %) mais décroissante (- 5 % depuis 1992), au profit des sociétés de bourse.

Les groupes étrangers, tant en nombre, qu'en volumes négociés et compensés, représentent environ un quart du total.

En nombre, le Matif compte 11 adhérents compensateurs généraux, dont 7 établissements de crédit, 68 adhérents compensateurs individuels, dont 46 établissements de crédit, 11 négociateurs-courtiers, dont 5 établissements de crédit, soit 90 adhérents et négociateurs², dont 58 établissements de crédit.

Parmi les établissements de crédit, on compte les maisons de titres. Dans la mesure où certaines d'entre elles opteront pour un autre statut d'ici 1998, l'ensemble des 21 maisons de titres adhérentes au Matif et incluses ci-dessus devrait connaître des modifications en conséquence.

On note que parmi les 5 établissements de crédit négociateurs-courtiers, on ne trouve que des maisons de titres.

Les autres établissements sont constitués de 12 GIE solidaires, fréquemment constitués par des groupes bancaires, de 16 sociétés de bourse (aucun adhérent compensateur général parmi elles), de 1 agent des marchés interbancaires et de 3 commissionnaires agréés.

Parmi les adhérents compensateurs (généraux ou individuels), on compte 6 teneurs de marché (sur au moins un produit). Il s'agit exclusivement de banques. Il faut y ajouter 2 teneurs de marché, également bancaires, qui ne sont pas directement membres du marché, mais associés dans des GIE ayant le statut de membre.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)

On comptait, en 1995, 18 spécialistes en valeurs du Trésor et 15 spécialistes en valeurs du secteur public ayant presque tous un statut d'établissement de crédit ; la moitié sont des groupes non résidents. Ces spécialistes ont bénéficié de la croissance des transactions sur les obligations d'État (34 000 milliards de francs en 1995, contre 24 000 milliards en 1994)³, soutenue en grande partie par l'essor de la pension livrée. En effet, la loi du 31 décembre 1993 a légalisé et sécurisé le cadre juridique des opérations de pension livrée et précisé la nature des opérateurs qui y sont habilités. Dans ce type

¹ Source des données quantitatives : Matif SA

² Non inclus : négociateurs Globex, négociateurs individuels de Parquet (NIP), commissionnaires en marchandises

³ Source : Sicovam

d'opérations, l'engagement des cédant et cessionnaire des titres est irrévocabile. La création des spécialistes de la pension sur valeurs du Trésor (SPVT) en 1994 s'est conjuguée à la clarification du cadre juridique pour contribuer à l'essor de ces opérations. Outre le refinancement à court terme de positions en titres, la pension livrée est devenue un instrument de placement incontournable sur les titres et principalement les valeurs du Trésor (OAT et BTF-BTAN). Les SPVT sont désormais fusionnés avec les SVT. Ils participent à la formation des taux pour les pensions à taux fixe de 1 jour à 3 mois. Après avoir crû de 700 milliards de francs à 2 000 milliards de francs par mois de juillet à décembre 1994, le volume mensuel de transactions sur pensions en valeurs du Trésor s'est établi à plus de 3 000 milliards de francs par mois en 1995. En termes d'encours, les SPVT enregistraient des pensions à hauteur de 396 milliards de francs en juillet 1994 et de 1 114 milliards en décembre 1995¹. Les transactions interspécialistes en valeurs du Trésor ont représenté, en 1995, près de 1 500 milliards de francs.

L'intermédiation contrepartiste des spécialistes en valeurs du Trésor concurrence de plus en plus sérieusement le courtage des agents des marchés interbancaires sur les valeurs du Trésor (obligations d'État et bons du Trésor).

1.1.4.3. L'intermédiation non ducroire de gré à gré : l'exemple des agents des marchés interbancaires²

Comme indiqué précédemment, des négociateurs non ducroire opèrent sous divers statuts sur les marchés centralisés et réglementés (négociateurs purs à la bourse, négociateurs-courtiers sur le Matif...). Les agents des marchés interbancaires exercent cette fonction dans le cadre des transactions de gré à gré.

Le décloisonnement des marchés est à l'origine de l'extension du champ d'action des agents des marchés interbancaires sur les marchés de gré à gré de titres et de dérivés, au-delà des marchés interbancaires au sens strict et des titres monétaires. Bien que la conjoncture des marchés depuis 1994 favorise la réduction des courtages et que la concurrence renforcée entre les acteurs entraîne un mouvement de concentration, l'utilité fondamentale des agents des marchés interbancaires n'est pas remise en cause. Les marchés de gré à gré ont besoin d'intermédiaires qui ne participent pas aux transactions, afin de garantir l'anonymat des intervenants et un flux d'informations permettant l'affichage de prix pertinents.

Toutefois, l'activité des agents des marchés interbancaires, après avoir modérément progressé en 1994 (progression de 6,5 % du chiffre d'affaires, contre respectivement + 6 % et + 19 % en 1993 et en 1992) a subi un recul sensible en 1995 (- 24 %). Après avoir enregistré, en 1994, une baisse sensible du résultat d'exploitation (- 12 %) et du résultat net (- 3 %), après deux années de croissance des résultats d'exploitation supérieure à 30 %, les agents des marchés interbancaires ont constaté un effondrement de 74 % des résultats d'exploitation et de 82 % du résultat net. En 1994, la stagnation des activités en francs avait été partiellement compensée par l'essor des activités de change. Mais l'exercice 1995 s'est soldé sur un recul parallèle des activités francs et devises. Les agents des marchés interbancaires ont particulièrement souffert de la contraction du volume d'activité sur produits dérivés, contrats d'échange de taux et de change, achats-ventes de titres en francs. En 1995, hors prêts-emprunts en francs, les courtages sur produits en francs ont représenté 704 millions de francs (dont 234 millions sur les titres³ et 407 millions sur les dérivés de gré à gré) et 909 millions, y compris prêts-emprunts en francs ; le courtage devises a représenté un chiffre d'affaires de 397 millions de francs.

Le secteur connaît une concentration croissante : les quatre premiers agents des marchés interbancaires représentaient 51 % des courtages totaux en 1994 et 56 % en 1995. Les 10 premiers (sur un total de 25) représentaient 80 % du chiffre d'affaires en 1994 et 83 % en 1995.

¹ Source : Ministère des Finances

² Source des données quantitatives : Banque de France

³ Dont OAT : 26,7 millions de francs

1.1.4.4. La part des établissements de crédit dans les activités d'intermédiation

Le partage des activités d'intermédiation par grandes catégories d'établissements de crédit¹

Afin d'essayer d'appréhender le poids des différentes catégories d'établissements de crédit dans les activités d'intermédiation quelle que soit la nature des instruments financiers négociés, ceux-ci ont été répartis en quatre grandes catégories² :

- très grandes banques et réseaux généralistes (10 établissements)³,
- banques de marché ou d'ingénierie financière (107 établissements, français et étrangers),
- maisons de titres (143 établissements, français et étrangers)⁴,
- autres établissements, français et étrangers (1 012 établissements).

	TITRES DE TRANSACTION DÉTENUS PAR NATURE D'OPÉRATION(a)								
	31 décembre 1995			31 décembre 1994			31 décembre 1993		
	Activité de teneur de marché (1)	Contre-partie (2)	(1 + 2) + autres titres de transaction = Total (3)	Activité de teneur de marché (1)	Contre-partie (2)	(1 + 2) + autres titres de transaction = Total (3)	Activité de teneur de marché (1)	Contre-partie (2)	(1 + 2) + autres titres de transaction = Total (3)
Très grandes banques et réseaux généralistes (10 établissements).....	48,0	27,0	239,6	53,0	20,5	180,0	48,7	23,0	205,5
Part des activités teneur de marché et contrepartie dans les titres de transaction....			31,3			41,0			48,5
Banques spécialisées sur les activités de marché et d'ingénierie financière (107 établissements).....	56,5	48,6	334,0	47,5	29,5	268,1	60,0	27,7	230,3
Part des activités teneur de marché et contrepartie dans les titres de transaction....			31,5			28,7			38,0
Maisons de titres (143 établissements).....	3,5	5,3	28,4	12,4	6,4	34,4	14,5	5,0	35,0
Part des activités teneur de marché et contrepartie dans les titres de transaction....			31,1			54,7			56,0
Autres établissements (1 012 établissements).....	0,0	0,5	23,7	0,7	1,8	18,4	7,8	0,5	28,0
Part des activités teneur de marché et contrepartie dans les titres de transaction....			2,0			13,6			28,8
TOTAL	108,0	81,4	625,7	113,6	58,2	500,9	131,0	56,2	498,8
Part des activités teneur de marché et contrepartie dans les titres de transaction....			29,4			34,3			37,5

(a) Les données sont collectées sur base sociale, afin de ne pas intégrer les données consolidées relatives à des entreprises à caractère financier qui ne sont pas des établissements de crédit (sociétés de bourse, agents des marchés interbancaires...) et n'incluent pas l'activités en dehors de la zone métropole et DOM-TOM. Les encours représentent les titres enregistrés à l'actif, hors titres empruntés.

¹ Source : Commission bancaire

² Cette liste d'établissements n'inclut pas un nombre limité d'établissements spécifiques dont les positions titres n'influent pas significativement sur les données globales.

³ L'ensemble des entités composant chacun des trois réseaux centralisés, mutualistes ou coopératifs inclus dans la catégorie « très grandes banques » sont regroupées en un seul établissement pour chaque réseau.

⁴ Dont 8 sociétés de bourse, également dotées de ce statut. Les maisons de titres sont distinguées en tant que telles dans cette étude, dans la mesure où ce n'est pas avant 1998 qu'elles doivent opter entre les statuts d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement.

On constate que la majeure partie des positions de mainteneur de marché ou de contrepartiste est concentrée sur un nombre limité d'établissements. La part de marché des grandes banques et banques de marché progresse régulièrement durant la période décrite quelle que soit la conjoncture des marchés. Les grandes banques et banques de marché contrôlent près de 88 % des positions en titres de transaction en 1993, alors que le marché est au plus haut, et près de 90 % en 1994, alors que se produit le « krach obligataire » et 92 % en 1995. Les seules grandes banques détiennent 35 % à 40 % des positions en titres de transaction selon les années et les banques de marché de 45 % à 55 %.

L'analyse faite sur les positions sur titres au bilan ne peut être effectuée avec autant de précision que celle des flux qui représentent le produit net bancaire généré par ces positions. Il convient, en effet, de préciser que la nomenclature comptable bancaire ne permet pas d'individualiser les résultats sur activités de teneurs de marché ou de contrepartistes des autres opérations sur titres de transaction. On prend donc en compte ci-dessous la totalité des produits sur titres de transaction, dont la part relative aux seules activités de teneur de marché et de contrepartie ne représente que 30 % à 35 % des positions de bilan en titres de transaction.

PRODUIT NET BANCAIRE SUR TITRES DE TRANSACTION			
	(en milliards de francs)		
	31 décembre 1995	31 décembre 1994	31 décembre 1993
Très grandes banques et réseaux généralistes.....	19,1	0,1	20,0
Banques de marché ou d'ingénierie financière.....	27,8	5,1	24,8
Maisons de titres	1,9	0,6	6,4
Autres établissements.....	1,7	0,5	3,0
TOTAL	50,5	6,3	54,2
Produit net bancaire sur titres de transaction/position en titres de transaction (en pourcentage).....	8,0	1,2	10,9

Source : Commission bancaire

Les résultats (part du produit net bancaire résultant des positions sur titres de transaction) reflètent les fluctuations des marchés, en particulier, obligataires : aux résultats favorables de 1993 ont succédé des gains faibles, voire, dans certains cas, des pertes nettes en 1994, tandis que les résultats pour 1995 traduisent une nette amélioration.

La part globale des établissements de crédit dans les activités d'intermédiation après prise en compte du contrôle du capital des différentes catégories d'intermédiaires

La place des établissements de crédit — banques et maisons de titres — dans les activités d'intermédiation doit être appréciée, en tenant compte de leur présence indirecte, par le biais du contrôle d'autres structures d'intermédiation, à savoir les sociétés de bourse et les agents des marchés interbancaires.

**RÉPARTITION DES PRODUITS BRUTS D'EXPLOITATION
SUR INTERMÉDIATION DES SOCIÉTÉS DE BOURSE
EN FONCTION DE LEUR ACTIONNARIAT**

(répartition et variation en pourcentage – montant en millions de francs)

	Au 31 décembre 1995			Au 31 décembre 1994			Variation des montants
	Nombre	Répartition	Montants	Nombre	Répartition	Montants	
Contrôle par des banques et des compagnies financières résidentes.....	39 (37)	94,0 (82,0)	14 592 (4 326)	33	79,1	4 843	201 (- 11)
<i>dont :</i>							
– contrôlées elles-mêmes par des non-résidents	7	4,3	668	6	11,1	682	- 2
– contrôlées par des groupes d'assurance	2	1,3	207	3	4,1	252	- 18
Contrôle par des banques non résidentes.....	12	3,0	467	11	11,1	683	- 32
Contrôle par des personnes physiques ou des établissements non bancaires.....	6	3,0	471	7	9,8	599	- 21
TOTAL.....	57 (55)	100,0	15 531 (5 265)	51	100,0	6 125	154 (- 14)

Les montants entre parenthèses n'incluent pas deux sociétés de bourse agréées en 1995 et dont les volumes d'affaires très importants et atypiques faussent les statistiques initiales.

Source : Société des bourses françaises

Le contrôle des intermédiaires non établissements de crédit, par les groupes bancaires résidents, est nettement prépondérant en ce qui concerne les sociétés de bourse et ce trait n'a cessé de se renforcer depuis 1994 puisque leur part évolue plus favorablement, en 1995, en termes relatifs, que celles des autres intervenants (groupes non résidents, assurances et personnes physiques). En particulier, la part, directe ou indirecte, des non-résidents a nettement décrue en 1995, passant de près de 22 % à moins de 8 % des produits bruts d'exploitation sur intermédiation, dans un contexte de réduction sensible du volume des transactions. L'évolution des produits d'exploitation des sociétés de bourses depuis 1994 aboutit à un transfert de volume négocié au profit des groupes bancaires résidents. Ce mouvement s'accompagne d'une spécialisation accrue des sociétés de bourse.

Le chiffre d'affaires des agents des marchés interbancaires est majoritairement généré par des groupes contrôlés par des personnes physiques résidentes. Ceci constitue une exception par rapport à l'ensemble des autres acteurs.

**RÉPARTITION DES AGENTS DES MARCHÉS INTERBANCAIRES
EN FONCTION DE LEUR ACTIONNARIAT**

(montant en millions de francs – répartition et variation en pourcentage)

	Nombre	Répartition	Chiffre d'affaires Total des courtages reçus				Variation 1995/1994	
			Décembre 1995		Décembre 1994			
			Montant	Répartition	Montant	Répartition		
Contrôle par des groupes bancaires ou des compagnies financières.....	10	40,0	459	35,0	583	34,0	- 21,3	
<i>dont :</i>								
– contrôlés par des banques contrôlées par des groupes d'assurance.....	1	4,0	26	2,0	26	11,5	-	
– contrôlés par des groupes étrangers	4	16,0	94	7,0	128	7,4	- 26,6	
Contrôle par des groupes financiers détenu par des personnes physiques.....	2	8,0	366	28,0	517	30,0	- 29,0	
Contrôle par des personnes physique	13	52,0	481	37,0	628	36,0	- 23,4	
TOTAL.....	25	100,0	1 306	100,0	1 728	100,0	- 24,0	

Sources : Commission bancaire
Banque de France – Direction des Marchés de capitaux

1.1.5. Les métiers du marché primaire

Sur le marché primaire des émissions privées domestiques et internationales — qui font le plus souvent l'objet d'une syndication —, les intervenants peuvent remplir simultanément, ou conjointement avec d'autres établissements, trois fonctions distinctes : le conseil et le montage (ou « origination »), le chef de file et le syndicat de garantie¹, le syndicat de placement.

Chacune des fonctions précitées est rémunérée par une commission. La réforme qui a suivi le rapport de la commission Tricot, en 1985, a permis le libre choix par l'émetteur du chef de file et des membres du syndicat de garantie. De plus, la constitution d'un « marché gris » de titres (reclassement de papier entre les membres du syndicat de garantie avant l'introduction en bourse) a été autorisée. En conséquence, la concurrence s'est accrue et les commissions ont diminué, sans nécessairement réduction des profits, du fait de l'essor des volumes d'émissions.

Le marché du conseil et du placement des émissions primaires est fortement concentré (une dizaine d'établissements de crédit en sont les principaux acteurs), ce qui s'explique par la technicité et le volume important de fonds propres nécessaires pour exercer cette activité.

À la différence des émissions privées, réalisées par syndication, la dette négociable de l'État est émise par adjudications mensuelles (OAT, BTAN) et hebdomadaires (BTF). Celles-ci sont réalisées à « prix demandé »² (les offres les plus élevées sont servies les premières). Bien que les spécialistes en valeurs du Trésor n'aient pas le monopole des adjudications, ils interviennent à l'émission de la majeure partie des titres.

En définitive, deux grands traits caractérisent l'évolution récente des métiers d'intermédiation : la spécialisation, d'une part, et la concentration, d'autre part. Cette dernière est d'ailleurs, sur un marché très concurrentiel, le corollaire de la spécialisation. Elle trouve son aboutissement dans la mise en place sur les marchés organisés, depuis 1992, d'agrément par métier de plus en plus sectorisés³.

Structurellement, ces métiers sont, directement ou indirectement, exercés principalement par des groupes bancaires. La suppression récente du monopole des sociétés de bourse ne s'est donc pas accompagnée d'un bouleversement immédiat de la composition des acteurs, dans la mesure où la présence, certes indirecte, des groupes bancaires était déjà prédominante.

1.2. Le post-marché

Le post-marché, qui regroupe l'ensemble des traitements administratifs des titres et instruments financiers (circulation, comptabilisation...) est le prolongement technique de l'intermédiation de marché. En pratique toutefois, les exigences des investisseurs, la compétition entre places financières ainsi que la complexité et les coûts croissants de ces métiers, qui imposent une logique industrielle, font de plus en plus de ces fonctions techniques des métiers à part entière.

On peut distinguer les activités post-marchés pour compte des donneurs d'ordre des fonctions centralisatrices exercées au bénéfice du marché dans son ensemble.

¹ L'établissement (ou les établissements) chef(s) de file, qui est (sont) généralement le(s) établissement(s) arrangeur(s) (en charge du conseil et du montage) en relation directe avec l'émetteur, constitue(nt) le syndicat de garantie et de placement. Ce syndicat de garantie s'engage à acheter les titres émis, quels que soient les résultats du placement auprès des investisseurs.

² Aussi appelées « adjudications à la hollandaise »

³ Les autorités de marché accordent depuis peu des agréments qui permettent, outre une spécialisation par métier, une sous-spécialisation par produit.

1.2.1. Les systèmes centraux

Les intervenants (établissements de crédit et entreprises d'investissement agissant comme intermédiaires) bénéficient de systèmes centraux mis à leur disposition.

Ceux-ci se répartissent en chambres de compensation (définies à l'article 47 de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996) — sur marchés réglementés et centralisés —, systèmes de règlement-livraison — Relit et Saturne, et prochainement le système Relit-Grande vitesse (RGV) —, un dépositaire central de titres — actions, obligations, OPCVM... (Sicovam SA) —, et un dépositaire central des bons du Trésor (Banque de France).

Par définition, les chambres de compensation ne concernent que les marchés réglementés et centralisés de valeurs mobilières et d'instruments de hors bilan cotés. La fonction de dépositaire central, quant à elle, est sans objet pour les instruments de hors bilan, cotés ou de gré à gré, et ne concerne que les instruments de bilan (valeurs mobilières, titres de créances négociables).

1.2.1.1. *La circulation des flux : compensation et règlement-livraison*

La compensation sur les marchés organisés réglementés

Les chambres de compensation sont contreparties de tous les intervenants des marchés pour lesquels elles opèrent, dans le but de supprimer le risque de contrepartie entre ces intervenants. Elles ont pour fonction de déterminer le solde net dû par chacun d'entre eux. Dotées d'un statut légal en vertu de l'article 47 de la loi du 2 juillet 1996, elles doivent avoir été agréées en tant qu'établissements de crédit. Cette fonction technique s'accompagne, selon les modalités de chaque marché, d'une fonction de garantie de bonne fin financière des transactions, au moins au bénéfice des membres du marché. Cette fonction technique est assurée par les sociétés qui organisent et gèrent les systèmes de négociation et de cotation des différents marchés centralisés : la Société des bourses françaises pour la bourse, la Société de compensation des marchés conditionnels (SCMC) pour le Monep et Matif SA pour le Matif. Celles-ci assurent en parallèle la surveillance de la situation financière de leurs contreparties. La garantie de la chambre de compensation n'intervenant qu'en second rang, après celle des adhérents à l'égard de la clientèle dont ils tiennent les comptes, l'article 48 de la loi du 2 juillet 1996 précise que les adhérents des chambres de compensation doivent nécessairement être ducore pour que le marché soit reconnu comme marché réglementé.

La chambre de compensation de la Bourse de Paris

Pour chaque intermédiaire chargé de la centralisation des ordres de sa clientèle, la chambre de compensation est le seul interlocuteur. Elle établit la position nette de chacun, par valeur et par date de dénouement, et réalise la compensation multilatérale.

En outre, la chambre de compensation de la Société des bourses françaises garantit la bonne fin des opérations entre sociétés de bourse. Le système de règlement-livraison Relit (cf. ci-après) permet de garantir qu'en toutes circonstances les intermédiaires recevront les titres (ou l'équivalent en espèces) s'ils ont réglé les espèces (et inversement). Ceci découle de l'irrévocabilité et de la simultanéité des mouvements titres et espèces dans le système de règlement-livraison qui annule le risque en principal sur la transaction. Il n'en reste pas moins que, même si la simultanéité des mouvements est assurée, un risque de retard dans le dénouement (suspens) demeure possible ; il en résulte un écart potentiel entre la valeur de négociation des titres et leur valeur de marché lors du dénouement tardif de la transaction. C'est ce second risque — « risque de négociation » — qui est garanti par la Chambre de compensation.

De plus, la Chambre de compensation couvre le risque de défaillance globale et définitive d'un intermédiaire (« risque-adhérent »). Afin de couvrir l'ensemble des risques, celle-ci exige des membres du marché un dépôt de garantie, ajusté quotidiennement. Celui-ci couvre la variation potentielle de valeur des titres dont le professionnel assure la compensation entre la date de négociation et la date de dénouement (« risque de négociation ») ainsi que le risque de défaillance définitive d'un intermédiaire compensateur (« risque-adhérent »)¹.

La Société de compensation du marché conditionnel (SCMC)

La Société de compensation du marché conditionnel, filiale de la Société des bourses françaises, est la chambre de compensation du Monep. La Société des bourses françaises, pour compte de sa filiale, offre les mêmes garanties que sur le marché boursier. Elle couvre donc le risque de défaillance d'un ou de plusieurs intervenants. La garantie du marché porte sur la variation potentielle de valeur de l'option concernée, estimée par l'utilisation de modèles de valorisation communément admis et le suivi des principaux facteurs de risque de l'option.

Sur les marchés physiques, le dénouement est la conclusion naturelle d'une transaction. En revanche, tant sur le Monep que sur le Matif, le dénouement, bien que possible, est généralement accessoire (environ 2 % des transactions dérivées ou à terme). À la différence du marché physique, la bonne fin du dénouement n'est donc pas la problématique fondamentale.

Outre les fonctions de garantie, assurées par la Société des bourses françaises, le fonctionnement du marché nécessite diverses prestations au bénéfice des intervenants. Ainsi, la Société de compensation du marché conditionnel détermine, pour chaque compensateur, le montant d'appels de marge créditeurs ou débiteurs, majorant ou diminuant le dépôt de garantie initial selon l'évolution des risques potentiels ; dépôts de garantie et appels de marge sont répercutés sur le donneur d'ordre. Les procédures de la Société de compensation du marché conditionnel permettent de distinguer, pour chaque compensateur, ses transactions propres, ses transactions pour compte de clients ou, le cas échéant, ses positions de teneur de marché. À l'instar de la bourse, les négociateurs délégant entièrement la compensation n'entrent pas en relation avec la Société de compensation du marché conditionnel.

Matif SA : chambre de compensation du marché à terme

Le rôle de Matif SA est analogue à celui de la Société des bourses françaises, à savoir l'organisation des systèmes de négociation et de gestion de la chambre de compensation. L'organisation des négociations implique : la confrontation des ordres, l'organisation des séances de négociation, la constatation des cours, la vérification du respect des règlements des autorités de marché et de Matif et l'élaboration des statistiques relatives aux transactions. Au titre de la gestion de la chambre de compensation, Matif SA délivre l'agrément des intermédiaires, contrôle leurs positions ainsi que les risques de crédit que représentent les donneurs d'ordres.

Enfin, la chambre de compensation garantit de bonne fin des transactions, en cas de défaillance du compensateur, ainsi que la livraison des contrats sur positions maintenues jusqu'à l'échéance ; elle calcule le solde quotidien des positions débitrices ou créditrices des intervenants et fixe les dépôts de garantie. Chaque transaction doit donner lieu à un dépôt de garantie initial, majoré ou minoré quotidiennement. Si la couverture exigée n'est pas créditée au plus tard lors de la journée de bourse suivant la clôture de la position du donneur d'ordres chez le compensateur, celui-ci est considéré défaillant². Elle garantit chaque adhérent-compensateur vis-à-vis des autres adhérents-compensateurs,

¹ Les délais normalisés de place pour le dénouement au comptant étant de trois jours, le dépôt de garantie couvre donc ce « suspens » incompressible entre la date de négociation et le dénouement, sur la base de l'écart constaté entre le prix de négociation et la valeur de marché (prix central) du jour. Après ce délai, le dépôt couvre, en cas de suspens résultant d'une défaillance, le risque de négociation additionnel et le risque de liquidation (ce dernier est déterminé en appliquant aux engagements en suspens un coefficient couvrant des variations extrêmes constatées historiquement).

² Depuis octobre 1995, le Matif a mis en place un nouveau dispositif de détermination des dépôts de garantie dénommé Span ® (Standard Portfolio Analysis of Risks), élaboré par le Chicago Mercantile Exchange. L'objectif de ce dispositif est de maintenir les dépôts aussi proches que possible du niveau réel de risque.

ainsi que les donneurs d'ordres vis-à-vis des adhérents-compensateurs. En cas de défaillance à l'échéance du contrat, la chambre de compensation se substitue à l'intermédiaire défaillant et procède à la livraison des actifs ou au règlement des espèces ou à une compensation financière nette. Par exemple, la liquidation d'un contrat sur indice prend la forme d'un versement de marge. À l'instar de l'organisation boursière, Matif SA peut exiger du compensateur défaillant (en cas de défaillance non définitive), des dépôts de garantie complémentaires ainsi que des pénalités de retard.

Dans le cas de livraison d'un actif, les procédures sont celles des systèmes de règlements applicables à l'actif en question (Relit pour les obligations d'État, Saturne pour les bons du Trésor...).

De plus, les adhérents compensateurs sont assujettis aux réglementations prudentielles spécifiques au Matif et sont tenus de constituer un dépôt de garantie permanent.

Le règlement-livraison des titres

Sur les marchés physiques, centralisés comme de gré à gré, la problématique du règlement-livraison est fondamentale et conditionne la fiabilité, la sécurité et la liquidité du marché.

La place de Paris bénéficie, en matière de titres, de deux systèmes de règlement-livraison. Relit est le système de règlement-livraison des actions, obligations, OPCVM et instruments annexes ; Saturne est le système de règlement-livraison des bons du Trésor et titres de créances négociables.

Relit

Ce système est géré par Sicovam SA (cf. ci-après) et la Société des bourses françaises pour les relations intersociétés de bourse (ISB). Il est automatisé et se compose principalement de deux filières de règlement-livraison des actions et obligations, la filière « bourse » et la filière « gré à gré ». La filière « bourse » regroupe les transactions réalisées sur le marché boursier centralisé. La filière gré à gré « SLAB » (« Service de livraison par accord bilatéral ») concerne les transactions hors bourse, généralement des opérations de « gros » : négociations entre SVT, pensions livrées, livraisons à destination de conservateurs étrangers, opérations sur OPCVM, transactions sur marchés primaire et gris d'obligations et marché primaire d'actions (privatisations).

Relit est fondé sur les principes suivants :

- simultanéité du règlement et de la livraison (« livraison contre paiement » ou « LCP ») ;
- dénouement à une date normalisée pour les transactions sur marché centralisé (en bourse) ($J + 3$ ou $L + 5$ sur le règlement mensuel) et de J à $J + 30$ (selon conditions contractuelles) pour les transactions bilatérales hors bourse) ;
- irrévocabilité des dénouements, après confirmation de la provision espèces, par la Banque de France. Si la provision-titres est insuffisante, l'opération n'est pas dénouée, elle reste en suspens.

Le système Relit dispose d'un réseau connectant, dans la filière « bourse », les entreprises d'investissement, la chambre de compensation de la Société des bourses françaises, Sicovam SA, les collecteurs d'ordres et les dépositaires-titres (ces deux derniers sont d'ailleurs généralement confondus et il s'agit le plus souvent d'établissements de crédit). La filière « bourse » permet l'ajustement et la compensation, prépare et réalise le dénouement des transactions.

Dans la filière « gré à gré », les services offerts par Relit sont analogues (appariement, dénouement par LCP, reporting) mais n'inclut pas la phase de compensation, puisque les transactions sont réalisées hors bourse. En ce qui concerne plus spécifiquement les pensions livrées, le système permet le calcul automatique des intérêts, la gestion des modifications et des annulations. La restitution automatique des titres est assurée contre celle des espèces majorées des intérêts. L'essor des volumes de pensions livrées a fortement contribué au développement de la filière « SLAB ».

Saturne

La Banque de France assure, depuis 1945, la fonction de dépositaire central des bons du Trésor et gère leur système de dénouement. Cette fonction est exercée par l'intermédiaire du système Saturne (système automatisé de traitement unifié des règlements de créances négociables), mis en place en 1988. Ses fonctionnalités incluent les opérations de règlement-livraison et les diverses opérations sur titres (coupons, remboursement...). Elles ont été élargies des bons du Trésor (BTF et BTAN) à l'ensemble des catégories de titres de créances négociables. Ce système traite également les interventions de la Banque de France sous forme d'appels d'offres et de pensions de 5 à 10 jours.

Depuis le 1^{er} juillet 1995, Sicovam SA est propriétaire du système Saturne. Cette opération constitue le préliminaire à la création d'un pôle unifié de règlement-livraison pour toutes les catégories de titres, au sein de Sicovam SA, Relit grande vitesse (RGV), associée à un système de paiement à règlement brut en temps réel, Transferts Banque de France (TBF) (cf. ci-après).

Saturne ne traite que des transactions de gré à gré. Il se fonde sur quatre principes visant à sécuriser au maximum les dénouements de transactions :

- simultanéité règlement-livraison (LCP),
- double notification : toute transaction doit être notifiée par chacune des parties concernées au gestionnaire Saturne,
- appariement (rapprochement) systématique d'une notification de l'une des parties de la transaction avec celle émise par sa contrepartie,
- *chainings* (arrêtés) quotidiens (au nombre de quatre), avec contrôle des positions des parties concernées.

La durée du dénouement est fixée contractuellement. Une transaction peut être dénouée en J.

Saturne inclut, outre les transactions sur marchés primaire et secondaire en francs, les transactions sur bons du Trésor libellés en écu¹, les opérations franco et les prêts-emprunts ou pensions livrées sur les instruments admis sur le système (ces dernières concernent surtout les bons du Trésor). Le système permet le transfert automatique des titres et des espèces et le paiement des intérêts à l'échéance des opérations de pensions livrées.

– RGV (« Relit grande vitesse »)

Ce nouveau système est en cours de développement et sa mise en œuvre sera progressivement assurée au cours de l'année 1997.

RGV sera le système de dénouement de transactions sur toutes valeurs du Trésor et instruments de dette négociable, étendu ensuite à d'autres instruments. RGV sera spécialement destiné au dénouement d'opérations de gré à gré, pour toutes formes de transaction (opérations transfrontière, pensions, transactions SVT, transferts franco...) et les interventions de la Banque de France.

Le RGV sera combiné avec TBF, géré par la Banque de France, qui permettra d'effectuer des paiements irrévocables en temps réel en cours de journée, au lieu de l'arrêté de fin de journée actuel. L'association de TBF et RGV autorisera le système RGV à conférer, en cours de journée, l'irrévocabilité aux livraisons contre paiement effectuées par son intermédiaire et permettra de réaliser des pensions livrées intra-journalières.

¹ Le versant espèces étant alors géré par le système Sire (Système intégré de règlement en écu)

1.2.1.2. La centralisation des stocks : Sicovam SA (actions, obligations)

Sicovam SA administre le régime de dématérialisation des valeurs mobilières¹. Son dispositif comptable garantit pour chaque émission de valeurs mobilières admises, l'égalité entre les titres qu'elle conserve et les avoirs comptabilisés chez les teneurs de comptes².

La fonction d'administration des valeurs mobilières implique la gestion des relations avec les émetteurs, la réalisation des opérations sur titres (augmentations de capital, amortissements, détachements de coupons, échanges...). Elle diffuse les codes français et internationaux des valeurs mobilières³. Elle coordonne la circulation automatisée entre émetteurs et intermédiaires des informations sur les titulaires de titres nominatifs.

Dans le cadre de la circulation transfrontière, Sicovam SA a noué des accords avec dix-huit organismes étrangers homologues.

1.2.2. La nature des activités de post-marché

1.2.2.1. Le traitement des flux post-marché sur titres

Sur les marchés centralisés avec chambre de compensation :

- après l'exécution de l'ordre sur le marché, par le négociateur, les flux post-marché incluent deux phases : l'ajustement des instructions avec le donneur d'ordre et le dénouement, à savoir les opérations simultanées de livraison des titres et de règlement des espèces (« livraison contre paiement » ou LCP) au sein du système de règlement-livraison ;

- après avoir exécuté l'ordre et effectué l'ajustement, le négociateur communique sa réponse au donneur d'ordre par le biais d'une confirmation ou d'un avis d'opéré. L'ordre et la confirmation doivent être alors rapprochés pour vérifier l'identité entre les termes de l'un et de l'autre ;

- une fois cet ajustement effectué, il faut, pour que la transaction soit complète, régler les espèces dues par l'acheteur et livrer les titres ou instruments cédés par le vendeur. Le négociateur, qui a acheté les titres sur le marché, doit les livrer au donneur d'ordre : si le négociateur est également dépositaire des titres, il lui suffira d'inscrire les titres au compte de son client. Si le donneur d'ordre a ouvert un compte-titres auprès d'un tiers, le négociateur doit livrer les titres au teneur de compte.

Sur les marchés de gré à gré non centralisés :

- la transaction n'est pas réalisée en bourse mais de gré à gré, parfois avec l'intervention d'un négociateur non ducroire. La différence est l'absence d'intervention d'une chambre de compensation. Par contre, l'opération de dénouement est identique quel que soit le marché de négociation puisque le principe de livraison contre paiement est en application pour tous les systèmes de dénouement de place ;

- le règlement espèces a lieu, à date contractuelle bilatérale sur les marchés de gré à gré, alors que la date est normalisée sur les marchés réglementés.

1.2.2.2. La gestion des stocks de titres

Le conservateur détient les comptes-titres des investisseurs donneurs d'ordre et enregistre les mouvements initiés sur ces comptes. Il est également responsable, techniquement et juridiquement, de la sécurité des actifs qu'il reçoit en dépôt et de l'administration des relations avec l'investisseur pour la vie du titre (principalement, paiement des coupons et des dividendes, et éventuellement, participation aux assemblées d'actionnaires, opérations de l'émetteur sur ses titres, déclarations fiscales...).

¹ Effectif depuis 1984 pour l'ensemble des valeurs mobilières, à de rares exceptions près (quelques émissions en eurofranc).

² En 1995, la Sicovam a admis en conservation 8 075 valeurs, hors titres de créances négociables (8 712 valeurs), dont 18,5 % d'actions, 30,5 % d'obligations, 29,7 % de parts et actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières et 21,3 % de valeurs mobilières étrangères et divers (source : Sicovam SA).

³ Codes ISIN (International Securities Identification Number)

1.2.3. Les fonctions des différents intervenants des métiers de post-marché

1.2.3.1. *Les compensateurs (pour les marchés centralisés)*

Les compensateurs (établissements de crédit ou entreprises d'investissement) sur les différents marchés centralisés sont utilisateurs des systèmes centraux de dénouement, en parallèle des négociateurs traitant sur les marchés de gré à gré, et les seuls interlocuteurs des chambres de compensation. Ils sont nécessairement membres des marchés.

L'établissement compensateur peut être distinct du conservateur. Bien qu'une tendance à la spécialisation se développe, les banques, qui sont les principaux conservateurs, tendent à assumer les deux rôles.

En simplifiant, on peut caractériser leurs rôles respectifs de la manière suivante : le compensateur se préoccupe des flux, le conservateur (ou teneur de compte au sens Sicovam) des stocks, l'un et l'autre agissant pour compte d'un client, à l'exception des opérations pour compte propre.

- La compensation de transactions sur titres sur marché centralisé

Le compensateur agit pour compte de sa propre clientèle, ou, si son statut le permet, pour compte de celle des négociateurs purs. La clientèle est constituée de donneurs d'ordres directs ou intermédiaires par un négociateur.

Une fois appariées et compensées entre intermédiaires¹, les instructions de règlement-livraison sont transférées au système de dénouement et le donneur d'ordres reçoit un avis d'opéré. En cas de dénouement retardé, le compensateur doit traiter le suspens, soit en traitant un prêt/emprunt de titres, soit en trouvant un tiers en mesure de suppléer la contrepartie défaillante.

- La compensation sur instruments dérivés négociables sur marchés centralisés

Le compensateur a principalement pour responsabilité de suivre les comptes d'appels de marge et de procéder à l'interface entre la chambre de compensation et le négociateur. Le compensateur doit donc pouvoir procéder à la valorisation des positions et des résultats latents.

Pour effectuer ces tâches, le compensateur, une fois l'ordre exécuté, met en œuvre un dépouillement, à savoir le rapprochement entre les ordres clientèle et les avis d'exécution du marché. Il doit également suivre les suspens et les erreurs éventuelles d'exécution des ordres et procéder aux compléments d'appels de marge ou aux corrections nécessaires. Enfin, il doit informer la chambre de compensation de la surface financière du donneur d'ordres et prévenir celui-ci des limites prudentielles imposées par la réglementation du marché.

1.2.3.2. *Les conservateurs-teneurs de comptes*

Cette fonction exige une habilitation du ministère des Finances et la capacité à ouvrir des comptes-titres et collecter les dépôts de la clientèle affectés à leurs opérations sur titres².

Le conservateur réalise un certain nombre d'opérations pour compte du détenteur du portefeuille qui lui est confié, en particulier l'encaissement des dividendes ou des intérêts et leur imputation au compte du bénéficiaire. Il intervient, en outre, dans le cadre d'opérations pour lesquelles le détenteur des titres doit exercer un choix : échanges de titres, offres publiques d'achat ou de retrait, augmentation de capital... En complément de cette responsabilité, le conservateur d'actions cotées doit communiquer les informations nécessaires à l'investisseur pour exercer ses droits dans le cadre des assemblées générales d'actionnaires. Accessoirement, le conservateur peut apporter un conseil et un service d'assistance en matière fiscale (déclaration des gains...). Enfin, il communique régulièrement un relevé de compte-titres

¹ Ce qui est fait automatiquement dans le système reliant les intermédiaires (ISB).

² Ce qui est réservé aux établissements de crédit, à la Banque de France, à la Caisse des dépôts et consignations, aux sociétés d'assurance et aux entreprises d'investissement.

et doit être en mesure de transférer le dépôt de titres à un établissement tiers, si le détenteur des titres en exprime la demande.

Sicovam SA a établi un cahier des charges du teneur de compte-conservateur qui reprend ces diverses diligences et les complète par l'obligation, pour le conservateur, d'une part, d'appliquer le plan comptable Sicovam, et, d'autre part, de disposer de moyens humains, techniques et informatiques adéquats.

Ce cahier des charges interdit l'utilisation des titres reçus en dépôt sans autorisation du déposant et oblige le conservateur à contrôler les positions-titres et espèces avant de communiquer au marché un ordre de son client de transaction sur titres. Il est possible pour un conservateur de déléguer la mise en œuvre pratique à un sous-traitant, à l'exception des tâches minimum qui lui sont imposées légalement ou réglementairement.

Il existe également une fonction de teneur de compte pour les instruments à terme et dérivés négociés sur marchés centralisés. Celui-ci peut être confondu avec le négociateur-compensateur, mais il peut aussi s'agir de deux intervenants distincts. Dans ce second cas, le teneur de compte n'est pas membre du marché et doit faire exécuter les ordres présentés par les donneurs d'ordres par un membre du marché. Il s'agit, par exemple sur le Matif, d'un intermédiaire non membre (INM). Conformément au règlement général de ce marché, il doit être habilité à tenir des comptes et doit agir vis-à-vis des donneurs d'ordres dans un cadre contractuel. Il adresse mensuellement un compte rendu des opérations et des mouvements de fonds ayant affecté le compte de ses clients et doit être à tout moment en mesure de leur justifier l'existence et l'affectation des fonds et doit pouvoir distinguer dans les comptes d'un membre du marché les opérations réalisées pour les donneurs d'ordres des siennes propres.

La chambre de compensation donne sa garantie de bonne fin aux donneurs d'ordres liés à un INM si ce dernier individualise leurs comptes dans les livres d'un membre du marché, dispose d'au moins 7,5 millions de francs de fonds propres nets et se soumet au contrôle de la chambre de compensation.

Les donneurs d'ordres sont alors couverts du risque de défaillance du membre du marché (négociateur-compensateur) ou de l'INM.

Le cas particulier de la conservation des OPCVM et des autres investisseurs institutionnels

En application de la directive relative aux OPCVM (85/611/CEE) et de la loi du 23 décembre 1988, les dépositaires d'OPCVM sont soumis à des obligations particulières par la Commission des opérations de bourse. Ils doivent en effet contrôler la régularité des décisions de ceux-ci, en termes de ratios réglementaires, de nature des investissements et d'évaluation des actifs. Les dépositaires ont le pouvoir de contrôler leur comptabilité et d'en demander la régularisation le cas échéant. En cas d'irrégularité ou de manquement aux règlements de la Commission des opérations de bourse applicables aux OPCVM, la responsabilité du dépositaire peut être engagée.

La société de gestion (pour un fonds commun de placement) et les statuts (pour une société d'investissement à capital variable) désignent le dépositaire. Leurs relations et l'organisation des moyens mis en œuvre pour la gestion et la conservation des actifs doivent être régie conventionnellement par les deux établissements.

Enfin, le dépositaire est généralement responsable de la gestion opérationnelle du passif de l'OPCVM, à savoir la centralisation des ordres de souscription et de rachat, la création et l'annulation des parts qui en résultent, et les règlements, en particulier, les dividendes.

En pratique, l'essentiel des parts d'OPCVM est placé par des établissements de crédit qui contrôlent également les établissements responsables de la gestion et de la conservation des actifs. Or, il est impératif que ceci ne vienne pas affaiblir les dispositions réglementaires relatives à la séparation des tâches et au contrôle de premier niveau du dépositaire sur l'OPCVM et sur le gestionnaire. C'est la raison pour laquelle la réglementation a voulu responsabiliser juridiquement l'acteur central de ce dispositif qu'est le dépositaire.

– Le poids des différentes catégories d'acteurs

Il peut être appréhendé au travers de l'activité dépositaire au bénéfice des OPCVM.

L'encours total des OPCVM à fin février 1996¹ représente 2 721 milliards de francs, dont les actifs sont déposés auprès de 194 dépositaires, les 55 premiers dépositaires concentrant 90 % du total, les 29 premiers 80 % et les 6 premiers plus de 51 %.

Les banques, directement et indirectement *via* des filiales dotées d'autres statuts (des sociétés de bourse, plus marginalement des compagnies d'assurance), sont les principaux dépositaires des OPCVM.

La répartition par nature d'établissements dépositaires est détaillée dans le tableau suivant.

DÉPOSITAIRES PAR NATURE D'ÉTABLISSEMENTS		
	Nombre d'établissements	Répartition du total des actifs d'OPCVM (en pourcentage)
Grandes banques et réseaux généralistes (a).....	26	43,5
Banques de marché, d'ingénierie financière et de groupe.....	43	23,7
<i>dont : Filiales de groupe d'assurance (b)</i>	19	7,5
Maisons de titres	29	4,1
Autres établissements de crédit.....	66	8,9
(1) TOTAL DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT	164	80,2
(2) Institutions financières visées à l'article 8 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 (institutions financières non soumises à la loi bancaire).....	2	17,5
(3) Sociétés de bourse.....	19	1,5
(4) Sociétés d'assurance	9	0,8
(5) TOTAL (1) + (2) + (3) + (4)	194	100,0
(a) Il s'agit des dépositaires juridiquement responsables, recensés nominativement. Les réseaux dotés d'un organe central ne sont donc pas globalisés : les établissements adhérents à des réseaux centralisés et leurs filiales compétent individuellement pour un établissement. Si les réseaux étaient globalisés, on ne retiendrait que dix groupes, à l'instar du précédent tableau sur les titres de transaction détenus par les établissements de crédit.		
(b) Dont banques de groupe dont l'activité est directement liée à celle de leur maison mère, hors filiales bancaires de groupe d'assurance dont l'activité est autonome: 5 établissements dépositaires de 3% des actifs		
Source : Commission des opérations de Bourse		

¹ Source : Commission des opérations de bourse

1.2.4. Les principales évolutions en cours : concentration du nombre d'intervenants et développement des services transfrontière

1.2.4.1. Le développement du « global custody »

Le « *global custody* » (« conservation globale »)¹ est une variante ambitieuse du métier de dépositaire. Il s'agit de centraliser et de piloter l'ensemble des opérations nécessitées par la gestion d'un portefeuille international diversifié de valeurs mobilières, pour compte d'un investisseur professionnel. En effet, outre la conservation des titres au sens strict, le « *global custodian* » ou « conservateur global » assure :

- les règlements-espèces et les livraisons-titres,
- le suivi des opérations sur titres (paiements de dividendes ou de coupons, déclarations fiscales et collecte de l'impôt...),
- le *reporting* sur les investissements (analyse des performances, par secteur, par pays, par devise...),
- les opérations de change sur les espèces,
- la gestion et le placement des excédents de liquidité des investisseurs,
- les prêts/emprunts de titres aux intermédiaires concernés par des transactions internationales, pour assurer la liquidité.

Les « conservateurs globaux » sont rémunérés par des commissions de conservation de titres, des commissions de mouvement et des commissions spécifiques pour les analyses de performance, les prêts/emprunts de titres et s'appuient sur des réseaux de correspondants locaux (« *subcustodians* »), adhérents des systèmes de dénouement et des dépositaires centraux domestiques.

Les établissements américains ont été les premiers à développer cette activité, grâce aux fonds collectés par les investisseurs institutionnels nord-américains dont la dimension considérable a favorisé la diversification des placements et qui ont permis d'importantes économies d'échelle² pour les dépositaires.

Les établissements de crédit qui sous-traitent leurs activités de post-marché international sont également les utilisateurs de ces services, pour les valeurs détenues pour compte propre ou pour compte de tiers.

La problématique de la « conservation globale » de titres revêt une importance croissante pour les marchés français et pour les différents intervenants de la chaîne-titres, car la part des échanges internationaux de titres dans les transactions totales est en fort développement. Par ailleurs, la mise en place éventuelle de fonds de pension et l'instauration de la monnaie unique devraient contribuer à accentuer la part des titres émis par des non-résidents, ou cotés sur des places étrangères, dans le portefeuille des investisseurs résidents.

Or, le marché de la conservation globale est entré dans un processus de concentration à l'échelle mondiale, car il nécessite des moyens considérables pour gérer des opérations de plus en plus complexes. La compétence des équipes est l'un des critères fondamentaux de maîtrise de cette activité, conjointement avec des moyens informatiques et télématiques considérables. La pratique de la notation-qualité des services d'administration des titres est appelée à prendre une importance croissante (normes ISO, normes professionnelles de place à l'instar de l'initiative Afti sur les « *back offices* » ...).

¹ Il n'existe pas de traduction parfaitement appropriée de « *global custody* », dans la mesure où ce service est plus étendu que ne le suggère la traduction littérale de « conservation internationale de valeurs mobilières ».

² Le premier conservateur de titres américains détient des dépôts de titres environ huit fois plus importants que le premier conservateur français.

Cette logique ne peut d'ailleurs que s'étendre à l'ensemble des activités de conservation, domestiques et internationales, au-delà du cercle restreint des groupes bancaires exerçant le métier de conservateur global.

1.2.4.2. La concurrence renforcée des organismes de « clearing » internationaux

Le développement du marché euro-obligataire s'est accompagné de la mise en place, par des groupes bancaires internationaux, de centrales de compensation (*clearing*) supranationales, pour traiter les transactions de gré à gré sur cette catégorie particulière de titres « *off shore* ».

Deux organismes privés, constitués au début des années soixante-dix, contrôlent la majeure partie des activités de « *clearing* » international ; le plus important, Euroclear (créé et géré par Morgan Guaranty Trust of New York), dont le capital est contrôlé consortialement par divers groupes bancaires, est installé en Belgique ; Cedel (Centrale de livraison de valeurs mobilières), créée par un consortium concurrent, est installée au Luxembourg.

Ces deux centrales de « *clearing* » ont progressivement étendu leur champ d'action, des euro-obligations à l'ensemble des transactions transfrontières sur titres « *off shores* » et domestiques. Chacun de ces deux organismes assure le « *clearing* » de plus de 30 000 valeurs. À titre d'illustration, Euroclear a traité 25 000 milliards de dollars de transactions en 1995 (+ 150 % en trois ans) et détient environ 2 000 milliards de dollars en conservation (+ 67 % en trois ans).

Outre le règlement-livraison des titres, ces organismes fournissent un service de conservation¹ et divers services annexes. Mais ce qui les distingue tout particulièrement est la tenue de comptes-espèces, en reflet des comptes-titres, fonction qui est généralement du ressort des banques centrales sur les marchés domestiques. En parallèle aux prêts-emprunts de titres, ces organismes accordent des avances en espèces à court terme.

Pour les transactions transfrontière sur les titres domestiques français, les dépositaires centraux sont en relation avec ces organismes de « *clearing* » via leurs correspondants bancaires en France.

La comparaison des prestations offertes par les organismes internationaux de « *clearing* » avec celles des « conservateurs globaux » montre une grande proximité et un recouplement partiel. Bien que la seule conservation-titres d'Euroclear ne représentait, à la fin de 1995, que 12 % de celle du premier dépositaire américain, le développement important des volumes traités et conservés par Euroclear et Cedel tend à exacerber la concurrence entre ces deux organismes et les « conservateurs globaux » ; ces derniers ont, pour l'instant, l'avantage de proposer une gamme de services plus étendue, en particulier, en matière fiscale.

La concurrence s'intensifie également entre les deux organismes de « *clearing* » et les dépositaires centraux domestiques, qui commencent à établir des liens entre eux, en parallèle des circuits des « conservateurs globaux » et des centrales internationales de compensation.

En dépit de cette concurrence croissante, les champs d'intervention et les clients de ces divers intervenants sont partiellement cloisonnés. Les deux grandes centrales internationales précitées n'admettent, sauf exception, que des participants bancaires alors que les « conservateurs globaux » agissent plutôt pour des investisseurs institutionnels non bancaires. Les marchés de prédilection de ces intervenants sont donc distincts. Notamment, les banques qui s'adressent à Cedel ou Euroclear recherchent fréquemment des prestations spécifiques, facilitant, entre autres, le dénouement de multiples transactions infra-journalières en particulier lorsqu'elles sont adossées (ex. : pensions). Par ailleurs, la concurrence faite aux « conservateurs globaux » et aux centrales internationales par les circuits directs entre dépositaires centraux nationaux, pour les transactions transfrontière, semble pour l'instant limitée.

¹ Cedel sous-traite ce service auprès d'un réseau de dépositaires locaux.

En fait, la principale alternative à Cedel, Euroclear ou les « conservateurs globaux », dans un cadre transfrontière, consiste, pour un investisseur, à s'adresser directement à un correspondant local, teneur de compte et participant au système du dépositaire central domestique concerné. Cette solution peut être plus coûteuse ou plus compliquée pour certaines opérations que les autres solutions de dénouement et de conservation.

Aucune de ces solutions n'est en fait exclusive l'une de l'autre et certains intervenants les utilisent en parallèle, en cherchant en permanence à optimiser la relation coûts-rapidité-fiabilité de chacune d'entre elles. Dans ce contexte, les banques françaises ne se positionnent pas comme des concurrentes des « conservateurs globaux », presque tous nord-américains, mais comme leurs correspondants locaux ou, dans un nombre limité de cas, comme des « conservateurs globaux » spécialisés sur la zone européenne.

1.3. La gestion et la distribution de produits financiers

1.3.1. La gestion

Le gestionnaire est mandaté par un investisseur pour valoriser, dans des conditions précisées par le mandat, le portefeuille qui lui est confié, soit par un investisseur (privé ou institutionnel), soit par un OPCVM.

Le cadre institutionnel de la gestion est sur le point de connaître des bouleversements très significatifs¹.

Les dispositions rappelées ci-après seront donc probablement remaniées. La première réforme des activités de gestion a consisté, dans le cadre de la transposition de la directive sur les services d'investissement, à soumettre aux mêmes règles les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et les sociétés de gestion d'OPCVM (SGOPCVM).

Le gestionnaire peut être un établissement de crédit, une société de bourse, une autre entreprise d'investissement ou une société de gestion de portefeuille (SGP) agréée par la Commission des opérations de bourse. Les OPCVM peuvent être constitués et gérés par des sociétés de gestion d'OPCVM ou par des sociétés de gestion de portefeuille depuis la loi du 2 juillet 1996. Des dispositions législatives² réservent les activités de gestion aux établissements agréés et obligent à distinguer sociétés de gestion et établissements dépositaires.

1.3.1.1. Le cadre juridique de la fonction de gestionnaire

Dans le cadre de la gestion individuelle, le mandat donné par l'investisseur définit les objectifs de la gestion, les catégories d'instruments financiers que peut comporter le portefeuille, les modalités d'information du mandant, la durée et les modalités de résiliation du contrat et de rémunération du gestionnaire. Le principe de la liberté contractuelle a été substitué aux mandats types de la Commission des opérations de bourse. En contrepartie, le mandant doit être en mesure de prendre sa décision en connaissance de cause.

Dans le cadre de la gestion collective, les établissements à l'origine des OPCVM doivent donner la plus grande autonomie à la société chargée de la gestion effective de ces produits (les personnes physiques ne peuvent être agréées en tant que gestionnaires).

La gestion collective ou individuelle doit s'exercer avec la plus grande loyauté à l'égard du mandant. En application de la loi du 2 juillet 1996, la Commission des opérations de bourse a précisé les règles de bonne conduite qui s'appliquent à la gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Il s'agit notamment des principes d'autonomie de la gestion, de la prévention des conflits d'intérêts vis-à-vis des clients, du devoir d'information et de conseil, de la désignation d'une personne en charge de la déontologie...

¹ Dans un premier temps, il s'agit de la création du Comité consultatif de la gestion financière (CCGF) auprès de la Commission des opérations de bourse, dans la perspective de la constitution d'une véritable autorité professionnelle.

² Loi du 23 décembre 1988 sur les OPCVM et la loi du 2 août 1989, sur la transparence des marchés financiers.

Enfin, l'Association française des fonds et sociétés d'investissement et de gestion d'actifs financiers (ASFFI), association professionnelle des fonds d'investissements collectifs, et l'Association française des sociétés de gestion de portefeuille (AFSGP) ont établi des codes de déontologie. Le code de l'ASFFI, en particulier, distingue la personne morale habilitée à assurer la gestion d'un organisme collectif de placement : le gestionnaire, et la personne physique qui exerce concrètement cette activité : le gérant. Ce code professionnel, entériné par la Commission des opérations de bourse, insiste en particulier sur la nécessité d'autonomie du gestionnaire, sur l'affectation de moyens adéquats ainsi que sur l'obligation d'informer les actionnaires ou porteurs de parts de l'organisme de placement collectif. Enfin, la loi du 2 juillet 1996 a complété ce dispositif en prohibant la réception de fonds ou de titres de la clientèle par les sociétés de gestion de portefeuille (article 65).

1.3.1.2. La gestion collective

L'organisation de la gestion collective

La loi du 13 décembre 1988 a modernisé et unifié le cadre légal de la gestion collective. Elle a également harmonisé les conditions que doivent remplir les OPCVM pour pouvoir être distribués dans l'ensemble de l'Espace économique européen. Les OPCVM qui respectent ces conditions sont dits « coordonnés »¹ ; la distribution domestique de parts d'OPCVM « non coordonnés » reste toutefois possible. La commercialisation se fait alors en dehors du champ de la reconnaissance mutuelle.

Depuis 1994, les OPCVM sont classés en huit catégories, selon l'orientation de leur gestion : actions françaises, actions internationales, obligations et titres de créances français, obligations et titres de créances internationaux, monétaires franc, monétaires à vocation internationale, diversifiés et garantis (en rendement ou en capital).

Quelle que soit l'orientation de la gestion, le gestionnaire doit respecter un certain nombre de limites prudentielles lorsqu'il compose le portefeuille de l'OPCVM. En particulier, les valeurs cotées sur un marché réglementé et sur les marchés étrangers organisés en fonctionnement réguliers et ouverts au public ne peuvent représenter moins de 90 % de l'actif, le solde pouvant être constitué de liquidités. En outre, des plafonds de division des risques doivent être respectés : les actifs investis en titres d'un même émetteur ne peuvent excéder 5 % de l'actif de l'OPCVM ; par ailleurs, les instruments dérivés et à terme inclus dans le portefeuille ne peuvent excéder la valeur de la totalité de l'actif net.

Les organismes de placement collectif font l'objet d'un triple contrôle : par le dépositaire, par le commissaire aux comptes de l'organisme de placement, et par la Commission des opérations de bourse, à la fois *a priori* (agrément) et *a posteriori* (surveillance et enquêtes ponctuelles).

La gestion collective d'un portefeuille de valeurs mobilières peut être réalisée par l'intermédiaire, soit d'une société d'investissement à capital variable (Sicav), soit d'un fonds commun de placement (FCP). Une société d'investissement à capital variable est une société anonyme dotée de la personnalité morale. Elle peut donc se gérer elle-même ou déléguer sa gestion. Un fonds commun de placement est une copropriété de valeurs mobilières. Il ne dispose donc pas de la personnalité morale et doit recourir à une société de gestion qui ne peut être qu'une personne morale.

Les sociétés de gestion d'OPCVM ou de portefeuille doivent disposer de moyens permanents et adaptés à leurs activités. Le groupe de travail de Paris Europlace sur l'industrie française de la gestion de capitaux, présidé par Gérard de La Martinière, a souligné que « la meilleure garantie d'indépendance et de responsabilité effectives de la structure passe par des moyens propres ou, du moins, par des moyens exclusifs et permanents ». Ainsi, les délégations de gestion, qui font l'objet d'une autorisation de la COB pour ce qui concerne les OPCVM et du mandant pour ce qui concerne la gestion individuelle, ne doivent pas être contraires au principe de permanence des moyens ni être susceptibles d'engendrer des conflits d'intérêt. Aussi ne peuvent-elles pas porter sur la totalité des activités de la

¹ Transposition des termes de la directive 85/611/CEE dite « organismes de placement collectif en valeurs mobilières »

société (sauf dans les cas où, justifiées par les contraintes réglementaires, elles sont effectuées au profit d'une société agréée par la Commission des opérations de bourse). La COB, après avis du Comité consultatif de la gestion financière, a précisé les conditions dans lesquelles pouvaient intervenir les délégations de gestion (contrat écrit, responsabilité du délégué...).

La gestion collective en chiffres

L'ensemble des actifs gérés par les OPCVM, toutes catégories d'instruments confondues, représente l'équivalent de la capitalisation boursière des actions. Ces organismes détiennent environ 10 % des actions cotées à Paris, près de 20 % des obligations, plus de 60 % des certificats de dépôt et plus de 90 % des billets de trésorerie de la place.

ENCOURS D'ACTIFS DES OPCVM			
	Au 31 décembre 1995	Au 31 décembre 1994	Variation 1995/1994 (en pourcentage)
Actions	241,5	253,5	- 4,7
Obligations/titres de créances.....	728,7	761,5	- 4,3
Actifs monétaires.....	1 175,7	1 272,3	- 7,6
Actifs diversifiés.....	319,7	315,3	1,4
Actifs garantis	88,5	74,0	19,6
TOTAL.....	2 554,1	2 676,6	- 4,6
<i>dont :</i>			
<i>Actions, obligations et actifs monétaires à vocation internationale</i>	<i>183,1</i>	<i>179,7</i>	<i>1,9</i>

Source : Commission des opérations de bourse

Par le volume des actifs gérés, le marché français de la gestion collective est le premier d'Europe et le deuxième du monde, derrière le marché américain.

1.3.1.3. La gestion pour compte des investisseurs institutionnels

La gestion pour compte d'investisseurs institutionnels constitue un cas particulier de gestion individualisée. Elle concerne des compagnies d'assurance, mutuelles et caisses de retraites, qui collectent des fonds auprès du public en vue de couvrir des risques (assurances dommages et maladie), garantir un revenu différé (retraite) ou valoriser une épargne (assurance-vie). En termes économiques, elle se rapproche de la gestion collective, sauf dans le cas des assurances IARD et maladie, qui couvrent des aléas non financiers. Les montants unitaires placés vont de quelques dizaines de millions de francs à plusieurs dizaines de milliards.

ENCOURS DÉTENUS PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS				
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage du total des catégories de titres citées)</i>				
	1994		1993	
	Montant	Part	Montant	Part
Titres de créances négociables				
— Assurances.....	151,1	5,7	145,9	5,8
— Organismes de retraite.....	0,1	ns	0,2	ns
TOTAL	151,2	5,7	146,1	5,8
Obligations				
— Assurances.....	1 323,1	26,9	1 345,0	24,3
— Organismes de retraite.....	99,6	2,0	103,0	1,9
TOTAL	1 422,7	28,9	1 448,0	26,2
Actions cotées et non cotées				
— Assurances.....	nd	—	269,8	8,0
— Organismes de retraite.....	nd	—	35,1	1,3
TOTAL	nd	—	304,9	9,3
Titres d'OPCVM				
— Assurances.....	396,3	14,4	307,9	9,9
— Organismes de retraite.....	64,7	2,3	85,2	2,7
TOTAL	461,0	16,7	393,1	12,6

ns : non significatif
nd : non disponible

Source : Banque de France
DESM – SESOF (Paris-Europlace)

Les modalités selon lesquelles les investisseurs institutionnels gèrent leurs portefeuilles-titres sont variées : gestion directe, gestion déléguée sous mandat de gestion, gestion par des OPCVM « dédiés » (autrement dit non offerts au public et gérés uniquement au bénéfice d'un nombre restreint d'investisseurs qui en demandent la constitution ¹), et gestion par des OPCVM « publics ».

Le choix du mode de gestion dépend du volume de placement de l'investisseur. Ainsi, le portefeuille moyen des sociétés d'assurance (577, dont 140 en assurance-vie ²), ressortait à 4,1 milliards de francs en 1994 (+ 15 % par rapport à 1993), contre 600 millions de francs de portefeuille moyen pour 370 organismes de retraite et de prévoyance. La gestion directe implique la mise en place d'une organisation spécifique et le développement d'un savoir-faire en matière d'investissement et de gestion administrative, dont les coûts fixes ne se justifient que pour un portefeuille conséquent. Les sociétés d'assurance et les mutuelles les plus importantes disposent de services internes de gestion d'actifs ³. Toutefois, pour des placements dont les risques sont considérés comme imparfaitement maîtrisés (marchés émergents, secteurs d'activité récents, émetteurs situés dans des zones géographiques peu connues de l'investisseur...), elles délèguent le plus souvent la gestion à des tiers. Lorsque l'investissement s'apparente à une forme d'« apprentissage » d'un marché nouveau, elles préfèrent généralement utiliser des OPCVM publics ou dédiés. En effet, la délégation avec mandat de gestion n'est pas nécessairement optimum dans ce cas, dans la mesure où la gestion administrative des investissements n'est pas déléguée au gestionnaire. Par contre, un organisme de placement collectif, en particulier, s'il est dédié, peut offrir une souplesse et des possibilités de gestion « sur mesure » comparables à celles d'un mandat de gestion, tout en déléguant le suivi administratif au gestionnaire. Les organismes de placement dédiés restent cependant soumis aux contraintes générales de ce type de

¹ Les conditions fixées par la Commission des opérations de bourse sont les suivantes : moins de 20 souscripteurs pour un montant minimum de 1 million de francs, ni publicité, ni démarchage.

² Source : Paris-Europlace

³ Ou effectuent cette gestion par l'intermédiaire de filiales spécialisées

placements (investissements limités aux valeurs négociées sur marchés réglementés, division prudentielle des risques...).

Les principaux investisseurs institutionnels font évoluer leur demande de services de gestion, à l'instar de ce qui est observé pour les services de conservation. La demande de gestion simple de patrimoine est délaissée au profit d'un service d'allocation globale d'actifs (multi-instruments, multi-marchés, multi-devises), utilisant les moyens les plus élaborés et en premier lieu les différents modèles financiers d'allocation optimisée des actifs.

En ce qui concerne les activités d'épargne-retraite et d'assurance-vie — dont les caractéristiques en termes de configuration de flux et de risques sont proches de celles de produits financiers « purs » — les investisseurs institutionnels qui en réalisent la promotion et la distribution recherchent des prestations plus élaborées encore, telle que la gestion globale actif-passif, en vue d'adosser avec des instruments appropriés les flux de collecte et d'engagements.

Les investisseurs plus modestes, tels que certaines caisses de retraite, n'ont pas les mêmes exigences. Développant des produits en nombre plus restreint que les grands groupes diversifiés et collectant de quelques dizaines à quelques centaines de millions de francs, ces investisseurs ont une pratique étendue d' « externalisation » de la gestion *via* les OPCVM, eu égard aux contraintes de la gestion sous mandat.

Au-delà de ces différences, les investisseurs institutionnels sont attentifs, plus encore que les autres, à la performance des placements réalisés par leur gestionnaire mais aussi à la transparence du mode de rémunération des différents intervenants (gestionnaire, dépositaire, intermédiaire en bourse).

1.3.1.4. La gestion individuelle

Les autres investisseurs, et en premier lieu les particuliers, requièrent des prestations de gestion différentes, compte tenu de leur nombre (10,5 millions de détenteurs de valeurs mobilières¹) et de leur portefeuille moyen (140 000 francs en 1995²).

Les particuliers pratiquent de fait largement la délégation de gestion par la détention de parts d'OPCVM (dont ils sont les premiers détenteurs, avec 55,6 % du total au premier trimestre 1995²), le nombre de détenteurs directs de titres, et en particulier d'obligations, tendant à s'effriter.

En fait, plus encore que pour les investisseurs institutionnels, les investisseurs privés constituent, pour les gestionnaires, un marché très segmenté. Le détenteur d'un portefeuille modeste ou moyen s'oriente spontanément vers les produits simples et les moins coûteux à gérer (en particulier les OPCVM). Les autres adoptent un comportement proche de celui des investisseurs institutionnels et privilégié soit la gestion directe, avec l'assistance éventuelle d'un conseil, soit la délégation sous mandat. À l'instar des investisseurs institutionnels, les détenteurs privés de portefeuilles-titres très supérieurs à la moyenne recherchent une prestation globale multi-produits et multi-marchés dite de « gestion de fortune », associée généralement à des conseils fiscaux et juridiques. Ceux-ci peuvent même constituer l'objet principal de montages patrimoniaux complexes, incluant, outre les titres, la gestion de biens immobiliers, de parts majoritaires dans des sociétés et de biens divers (œuvres d'art...).

Outre les atouts traditionnels (compétences financières, juridiques et fiscales de haut niveau, grande confidentialité et solide réseau relationnel), ce type d'activités tend à exiger également des moyens techniques croissants, en premier lieu informatiques. L'accroissement des coûts fixes exacerbé la concurrence entre les gestionnaires de fortune traditionnels, banques d'affaires à capitaux familiaux ou banques de marché, et les grands réseaux nationaux et internationaux plus récemment entrés en lice, qui peuvent être tentés de suppléer en moyens techniques un possible déficit de réseau relationnel et de fonds de commerce. Il est peu probable cependant que le processus d'« industrialisation » de la gestion

¹ Sources : Enquête Sofrès (Commission des opérations de bourse – Banque de France) d'avril 1995

² Source : Banque de France – DESM – Pôle « Valeurs mobilières »

de fortune bouleverse radicalement un métier fondé avant tout sur le contact personnalisé. Ce n'est pas le cas de la gestion collective et de la gestion institutionnelle, qui nécessitent de véritables moyens industriels de gestion et surtout des réseaux de distribution étendus et structurés.

1.3.2. La distribution

1.3.2.1. Le cadre juridique

À l'instar de la gestion, dont il constitue le complément indispensable, le métier de la distribution fait l'objet de réflexions en vue d'une réforme de son cadre institutionnel (en particulier les travaux de l'Ordipep en vue d'aboutir à un projet de loi).

Les dispositions ci-après devraient donc faire l'objet de nombreuses modifications.

Diverses catégories d'établissements peuvent être habilitées à distribuer des produits de placement (placements collectifs en valeurs mobilières, contrats d'assurance-vie, plans d'épargne en actions...) sans avoir la responsabilité de la gestion des actifs composant ces produits. Ils n'agissent donc qu'au titre de distributeur commercial, rémunéré par une commission de placement ou un courtage.

La législation distingue deux modes de distribution de produits financiers et de placement, l'appel public à l'épargne et le démarchage. L'appel public à l'épargne consiste en la sollicitation ou le conseil à l'acquisition de produits de placement par la diffusion de toute forme de documents, écrits, audiovisuels...¹

Le démarchage est strictement défini par la loi : il consiste en la sollicitation à la vente, dans un lieu public, au domicile ou sur le lieu de travail du prospect, sans souscription immédiate ni collecte de fonds. Le colportage de produits de placement (c'est-à-dire leur vente directe par démarchage) est prohibé et la collecte des fonds de souscription de placements est réglementée.

En outre, le démarchage en vue d'opérations sur valeurs mobilières est réservé aux seuls établissements de crédit, aux sociétés de bourse, aux sociétés de gestion de portefeuille et aux sociétés d'assurance. Par ailleurs, si l'appel public à l'épargne peut concerner tous types de placements, le démarchage ne peut être utilisé pour la souscription de produits jugés risqués (instruments financiers à terme, actions non cotées...).

L'intégration de la distribution par les grands réseaux bancaires ou d'assurance a contribué pendant longtemps à faire de la distribution une activité annexe et sans grande autonomie. Ce métier a ainsi été polarisé autour des groupes bancaires ou d'assurance « promoteurs » de produits financiers (surtout OPCVM et assurance-vie), dont le rôle n'est pas juridiquement clair. Ce cadre doit à présent être rénové et les acteurs de la distribution pourraient voir leur fonction clarifiée et organisée autour d'une représentation professionnelle, comme la gestion. Le développement récent de réseaux de distributeurs indépendants aux responsabilités juridiques insuffisamment définies, d'une part, et l'essor de nouvelles méthodes de commercialisation (« marketing » direct, réseaux sans guichet, Internet...), d'autre part, rendent cette évolution nécessaire.

1.3.2.2. Données chiffrées sur la distribution des produits de gestion collective

Comme pour les activités de dépositaire et de gestionnaire, la distribution de produits collectifs est fortement concentrée et principalement exercée par des groupes bancaires.

¹ Loi du 3 janvier 1972 (et décret d'application du 22 août 1972), modifiée en 1975 et en 1985

Une enquête régulière portant sur plus de 150 promoteurs de près de 3 000 OPCVM¹ fait apparaître que, en février 1996, 83 % de l'encours des sociétés d'investissement à capital variable et 75 % de l'encours des fonds communs de placement — soit 82 % de l'encours des organismes de placement collectif de l'échantillon étudié² — étaient distribués par les banques généralistes. Les établissements spécialisés³ ont une part de marché de 12 % et les compagnies d'assurance de 6 %. La prédominance des réseaux bancaires généralistes est moindre pour les fonds communs de placement (part de marché : 75 %), au bénéfice des établissements spécialisés (part de marché : 21 %). Par contre, la concentration des parts de marché est analogue pour ces deux produits : pour les sociétés d'investissement à capital variable comme pour les fonds communs de placement, les cinq premiers établissements distributeurs, tous statuts confondus, concentrent environ 45 % du marché.

La forte présence bancaire dans la distribution des produits d'épargne collective s'explique par la densité du réseau de collecte des guichets bancaires, d'une part, et par la plus grande « proximité » des OPCVM avec les produits d'épargne bancaire traditionnels (comptes à terme, bons de caisse...) qu'avec les produits distribués par les réseaux internes des assureurs ou leurs courtiers, d'autre part. Par ailleurs, les grands réseaux bancaires concentrent la majeure partie des comptes-espèces des particuliers et des entreprises, à la différences des banques spécialisées et des maisons de titres. Leur connaissance de la situation financière globale de leur clientèle est un avantage pour placer des produits d'épargne.

L'activité de distribution de parts d'OPCVM présente donc les mêmes caractéristiques que l'activité de dépositaire : prédominance bancaire et concentration.

1.4. Les métiers connexes

Les métiers connexes sont des activités de services accessoires aux métiers précédents. Il s'agit de la diffusion d'informations financières, de l'analyse financière et du conseil, qui constituent trois niveaux plus ou moins élaborés d'exploitation des informations de marché.

1.4.1. La diffusion d'informations

Les organismes centraux de marchés disposent de filiales spécialisées dans la diffusion de données relatives aux cours des valeurs, aux transactions et aux émissions.

La Société des bourses françaises, à partir du système automatisé de cotation, diffuse les données boursières par un système de flux de diffusion d'informations de marché (FIM). Deux filiales de la Société des bourses françaises vendent les informations ainsi obtenues à des rediffuseurs nationaux — une soixantaine de sociétés, dont une autre filiale de la Société des bourses françaises, qui réalise également des logiciels de négociation — et internationaux. Les filiales de la Société des bourses françaises diffusent également des données régulièrement mises à jour, y compris en cours de journée, à toutes les catégories d'investisseurs (institutionnels et individuels) et à la presse. En 1995, cette activité a représenté pour le groupe Société des bourses françaises un chiffre d'affaires de 43,5 millions de francs, contre près de 70 millions en 1994 (- 38 % par rapport à l'année précédente), et un résultat de 7 millions⁴, soit 12,5 % de moins qu'en 1994.

Les informations de marché de la Société des bourses françaises sont accessibles, outre par écrit, par communication satellite (pour les rediffuseurs), par téléphone, vidéotex et micro-ordinateur.

Le Matif vend une prestation comparable, via une filiale spécialisée, aux rediffuseurs nationaux et internationaux. En outre, le Matif diffuse les cours de compensation des contrats aux services post-marché de certains intervenants par connexion directe sur leurs moyens informatiques. Le chiffre d'affaires correspondant à ces activités s'est établi à environ 20 millions de francs en 1994.

¹ Source : Europerformance

² Lequel représente lui-même 97 % de l'encours total

³ Sociétés de bourse, maisons de titres, banques de marché, sociétés de gestion

⁴ Cumul des bénéfices des deux filiales de diffusion d'informations

Les diffuseurs nationaux et internationaux achètent les flux d'informations des organismes de marché pour les revendre aux intervenants, associés à diverses prestations d'analyse des données historiques ou de prévision, par exemple des extrapolations de type chartiste sur des cours historiques. Les prestations sont de plus en plus élaborées mais le produit de base reste les cours en temps réel et les volumes de transactions. Les rediffuseurs sont des sociétés de services informatiques spécialisées sur les activités de marché et cherchant à diversifier leur offre ou, pour les plus importantes d'entre eux, des agences de presse internationales ou leurs filiales. Ces agences diffusent également les cours des marchés de gré à gré. Par exemple, une grande partie des spécialistes en valeurs du Trésor s'est regroupée pour constituer une société de centralisation des prix sur valeurs du Trésor¹ pour rediffusion aux agences d'informations.

1.4.2. L'analyse financière

Les bureaux d'analyse financière produisent des études sur des valeurs spécifiques ou des secteurs d'activités. Leur objet principal est de publier des estimations d'évolution du cours des actions des émetteurs. Ces travaux sont de portée générale et s'adressent à tout investisseur potentiel.

Selon le mode d'organisation des bureaux d'analyse financière, et leur positionnement dans les métiers des titres, les travaux sont commercialisés directement ou diffusés en complément éventuel de services de gestion ou d'intermédiation. L'analyse des valeurs peut être relativement indépendante, dans sa démarche, de l'activité de placement de titres de l'établissement ou, au contraire, être étroitement liée à l'activité des services de vente, en particulier aux investisseurs institutionnels. Les analystes sont de plus en plus associés au placement des valeurs et guident les achats et ventes de titres de la clientèle.

L'essentiel de l'activité d'analyse financière est réalisé dans des départements de banques ou de sociétés de bourse ou dans des filiales qui en dépendent. De nombreux analystes exerçant dans les banques ou les sociétés de bourse sont membres de la Société française des analystes financiers (SFAF) qui délivre une formation spécifique. La tendance actuelle est à une spécialisation poussée des analystes par secteurs d'activité.

1.4.3. Le conseil en investissement

Le conseil est une prestation de service en vue de faire réaliser par le client des investissements sans qu'il y ait nécessairement transmission d'ordres de bourse. Bien que souvent exercée par des services spécialisés d'établissements de crédit, cette activité n'exige, par elle-même, aucun agrément spécifique ; elle peut être associée à un service personnalisé de gestion de portefeuille. Le conseil financier s'accompagne, le cas échéant, de conseils juridiques et fiscaux. Dans la pratique, le conseil en investissement n'est pas une activité autonome. Elle accompagne des services de gestion de patrimoine ou des services de passation d'ordres en bourse, tels que ceux que peuvent offrir banques, sociétés de bourse ou sociétés de gestion de portefeuille.

1.5. *Les activités de négociation et d'investissement pour compte propre*

Bien qu'isolée comme un seul métier spécifique dans la directive sur les services d'investissement² et dans la loi du 2 juillet 1996³, la négociation pour compte propre se compose en fait de différentes activités. Nous avons isolé de la « négociation pour compte propre » dans la partie 1.1. « Intermédiation » l'intermédiation contrepartiste et la tenue de marché. La loi du 2 juillet 1996 ne fait pas cette distinction. Mais les travaux préparatoires à la loi du 2 juillet 1996 avaient permis de préciser que le métier de négociateur inclut l'arbitrage, qui consiste à acheter et à vendre pour compte propre, cette activité s'exerçant, en quelque sorte, au coup par coup. Elle se distingue de la tenue de marché et de la

¹ Système de contribution de place – opérateur central technique (Scope – OCT)

² Section A, point 2 de l'annexe à la directive 93/22/CEE

³ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 – Titre premier – Article 4c)

contrepartie. En effet, la négociation pour compte propre est exercée par différents intervenants, dont les objectifs et les moyens diffèrent sensiblement. Pour les professionnels, elle peut constituer une activité permanente, accessoire ou occasionnelle. Tout intervenant — à l'exception d'un nombre limité d'intermédiaires non ducroire — pouvant prendre des positions sur titres, la négociation pour compte propre revêt un caractère multiforme qui ne permet pas de l'analyser comme un métier à part entière, puisqu'elle regroupe en fait des activités diverses. Il était d'ailleurs indiqué dans les travaux précités que la négociation pour compte propre qui ne constituerait pas une activité exercée à titre professionnel et principal au même titre, par exemple, que l'intermédiation sur instruments financiers, ne serait pas considérée comme un service d'investissement.

Nous concentrerons donc les développements suivants sur l'arbitrage.

L'arbitrage est une opération théoriquement sans risque, l'opérateur recherchant un gain en achetant ou vendant un actif ou instrument financier manifestement sous ou surévalué. La sous ou surévaluation est déterminée sur la base d'écart constatés entre des corrélations de prix théoriques devant affecter des marchés connectés par nature et les corrélations effectivement vérifiées.

Dans un contexte de marchés arbitrés, les opérateurs interviennent sur des écarts (*spreads*) entre des instruments semblables en termes de sensibilité au risque général de marché, mais qui peuvent différer au titre d'autres caractéristiques financières, juridiques ou techniques (en particulier la liquidité). L'arbitrage portant sur des actifs plus ou moins différents, il ne peut plus être considéré sans risque. Seule une différence de degré et d'intention de l'opérateur distingue alors, intrinsèquement, ces opérations de la contrepartie et de la tenue de marché.

En pratique, ce type de transactions n'est accessible qu'à des intervenants pouvant prendre des positions importantes et exige des fonds propres adéquats et des moyens (outils de négociation, de post-marché...) appropriés. Ce sont donc les professionnels des marchés, et en premier lieu les teneurs de marché et les contrepartistes, qui arbitrent les différents marchés et instruments.

On peut analyser cette activité sous deux angles différents : comme une activité annexe à une activité principale d'intermédiation, qui vient renforcer, voire rentabiliser, cette dernière, mais également comme un « service » additionnel des intermédiaires au bénéfice des marchés, l'arbitrage contribuant à leur efficience.

Ces transactions, que les opérateurs réalisent au premier chef pour leur propre compte, peuvent faire l'objet d'une intermédiation vis-à-vis de la clientèle ; des montages dits « structurés », intégrant des instruments optionnels, sont proposés à des utilisateurs finals qui ne peuvent accéder directement aux marchés sur lesquels les différentes composantes sont négociées. L'intermédiaire peut s'interposer entre un utilisateur soucieux de profiter d'un gain d'arbitrage complexe, qu'il ne peut réaliser lui-même, et le marché. Les marges de l'intermédiaire sont fonction du gain qu'il peut ainsi transférer à son client, une opération « structurée » étant naturellement plus profitable que la contrepartie simple. Une présence reconnue en tant que teneur de marché ou contrepartiste et une gamme suffisamment étendue d'activités de marché « simples » sont toutefois généralement des préalables pour donner une image commerciale crédible en matière de produits « structurés ».

2. Les risques des métiers des titres

2.1. Les risques de marché et de crédit affectant les titres

2.1.1. La typologie des risques de marché et de crédit

La directive européenne sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (transposée par le règlement n° 95-02 du Comité de la réglementation bancaire) est désormais une référence normative en termes de classification des risques de marché et de crédit qui affectent les opérations sur titres, à savoir, le risque de taux d'intérêt, le risque sur actions et autres titres de propriété, le risque de change, le risque de règlement-livraison/contrepartie.

S'agissant d'opérations de marché, le risque de taux peut se décomposer en deux grandes composantes : le risque général et le risque spécifique.

Le risque général prend lui-même plusieurs formes :

- le risque directionnel : variation uniforme des taux de rendement actuariels constatés sur l'ensemble des échéances possibles, modifiant la valeur actuelle des titres¹,
- le risque de courbe : variation de l'écart entre taux de rendements actuariels d'échéances distinctes.

Ces deux derniers risques reflètent le risque de corrélation entre plusieurs catégories d'instruments².

Le risque spécifique est propre à l'émetteur, dans la mesure où la valorisation du titre intègre une appréciation de la capacité financière de l'émetteur à faire face à ses obligations. Il peut être défini comme un risque de « *spread* » : variation de l'écart de valeur entre instruments financiers, au-delà ou en deçà de l'écart théorique qui résulte de la seule actualisation des flux de ces instruments. Le « *spread* » reflète les qualités intrinsèques d'un instrument (fongibilité du titre...).

Le *risque sur actions* traduit le risque de fluctuation de valeur des positions constituées par des titres de capital de sociétés ou d'autres instruments (optionnels essentiellement) y afférent. On distingue, comme pour les titres de créances, le risque général de marché, à savoir de fluctuation des indices de référence de la bourse sur laquelle le titre est coté, et le risque spécifique de fluctuation du prix d'une valeur boursière, pour des motifs intrinsèques (perspectives de développement de la société émettrice, modifications de son environnement économique, commercial, technologique...).

Le *risque de change* correspond au risque de fluctuation de valeur de positions libellées en devises.

Le *risque de règlement-livraison* est une modalité particulière du risque de contrepartie spécifique aux opérations de marché, pour lesquelles il revêt une importance particulière. Ce risque se manifeste lorsque l'une des contreparties n'a pas obtenu soit la livraison de l'actif négocié, en cas d'achat, soit les espèces, en cas de cession. La défaillance de la contrepartie peut être temporaire (problème de trésorerie, défaillance technique ou administrative) ou définitive, auquel cas, le risque de contrepartie se confond avec le risque de crédit. Si la transaction est réalisée dans le cadre d'un marché organisé et réglementé disposant d'un système assurant la simultanéité du règlement et de la livraison (couverture du risque en principal), des garanties de bonne fin sont généralement données par la chambre de compensation du marché. Dans le cas de la Bourse de Paris, cette garantie est limitée à la filière ISB

¹ Le risque directionnel s'exprime par deux grandeurs principales : la sensibilité et la convexité.

La sensibilité mesure la variation de valeur d'un titre pour une fluctuation donnée du taux directeur de marché utilisé pour déterminer sa valeur actuelle. Elle dépend de la durée résiduelle du titre, de l'importance du coupon et de la répartition des flux dans le temps.

La convexité est la dérivée seconde du prix du titre par rapport aux fluctuations du taux de rendement du marché (la sensibilité étant la dérivée première). Elle compense partiellement la sensibilité dans la mesure où plus un titre est sensible (à la hausse ou à la baisse des taux), plus il est convexe, ce qui signifie, pour un actif à taux fixe, qu'il se valorise proportionnellement plus lorsque les taux baissent qu'il ne se dévalorise lorsque les taux augmentent.

² Il est mesuré, pour deux instruments, par leur coefficient de corrélation, à savoir le rapport entre la covariance de deux instruments et le produit de leurs écarts types respectifs.

(inter-sociétés de bourse). Toutefois, la mise en œuvre de ces garanties peut n'intervenir qu'après un certain délai, pendant lequel les courtiers ou la chambre de compensation doivent chercher une possibilité de régularisation auprès des intermédiaires du marché. Dans l'intervalle, le donneur d'ordre peut subir un risque lié à l'écart éventuellement constaté entre le prix de négociation initial et le prix courant de marché prévalant le jour effectif du règlement ou de la livraison (risque de négociation). Dans le cadre de marchés ne disposant pas de systèmes de règlement-livraison simultanés, ou sur les marchés de gré à gré, le risque porte, non pas sur l'écart prix de négociation-prix courant, mais sur la totalité de l'engagement détenu par la contrepartie non défaillante, qu'elle soit créancière en espèces ou en instruments financiers.

2.1.2. L'exposition aux risques de marché et de crédit des différents types d'intervenants

2.1.2.1. Les risques de marché

Les métiers qui nécessitent une prise de position sur un instrument de marché impliquent tous, à des degrés divers, un risque de fluctuation lié aux taux d'intérêt, aux cours de change, ou aux cours des actions. Le risque est une fonction croissante de la durée de détention moyenne et de la volatilité des valeurs et décroissante de la liquidité de l'instrument.

Sont exposés à un tel risque les intermédiaires contrepartistes ainsi que l'ensemble des investisseurs et arbitragistes pour compte propre. Ces intervenants se différencient, outre par les volumes concernés et les moyens de gestion, par le niveau de fonds propres alloués à ces activités. Les intermédiaires opérant dans le cadre d'un statut déterminé (établissement de crédit, entreprise d'investissement) et, soumis éventuellement, aux obligations d'un cahier des charges spécifique à un marché donné (celui des spécialistes en valeurs du Trésor par exemple), sont tenus de consacrer un montant minimum de fonds propres à leur flux d'intermédiation, ce qui constitue un premier niveau de couverture des risques (normes de capital minimum et ratios prudentiels).

Les intervenants non financiers, à l'exception des investisseurs institutionnels soumis eux-mêmes à des réglementations prudentielles, ne sont tenus de respecter aucune norme prudentielle ni, à l'inverse des professionnels, de démontrer quelque compétence que ce soit pour opérer sur les titres. Par ailleurs, ne pouvant être membres des marchés organisés, et n'ayant pas nécessairement accès à des sources d'information régulièrement mises à jour — en termes de valeurs et de volumes échangés, tant sur les marchés organisés que de gré à gré —, ces intervenants peuvent subir des pertes sensibles sans avoir la possibilité de « couper » rapidement leurs positions.

Cette diversité d'intervenants constitue, en tant que telle, une source de risques sur les marchés. En premier lieu, les intervenants les plus fragiles peuvent constituer un risque de contrepartie (ou de crédit) pour les autres. En second lieu, d'un point de vue macro-économique, la qualité des intervenants ainsi que l'organisation des marchés a des conséquences sur leur comportement et, par conséquent, sur les fluctuations de volumes et de valeurs. Les recherches économiques récentes¹ s'intéressent ainsi à l'hétérogénéité des acteurs et à la micro-structure des marchés (organisation des négociations, systèmes de détermination et de communication des cours...), afin d'expliquer les fluctuations de marché, au-delà des indicateurs économiques fondamentaux². Les caractéristiques institutionnelles influencent aussi le comportement des acteurs, ainsi l'institutionnalisation de la gestion de portefeuille par des fonds d'investissement collectifs.

¹ A. Kirman : « Le comportement des marchés financiers », *Bulletin de la Commission des opérations de bourse* – n° 296

² Ces recherches économiques distinguent (P. Artus, 1995) les opérateurs informés, les « spéculateurs bruyants », ou « bruiteurs » (*noise traders*) et les opérateurs non informés. Les « opérateurs informés » sont supposés agir rationnellement sur le fondement de la totalité de l'information disponible, dont les autres ne disposeraient pas. Les *noise traders* cherchent les opportunités de gain en prenant des positions aléatoires et introduisent des « bruits » ou des « signaux » qui influencent les autres acteurs. Les opérateurs non informés sont tentés d'imiter les opérateurs considérés comme « informés », en proportion de leur incertitude sur les variations futures des valeurs. Dans un contexte où l'incertitude est forte, le sens des « signaux » émis par des opérateurs informés peut être déformé et provoquer des mouvements de « contagion mimétique » imprévus et non maîtrisables.

Les *intermédiaires non contrepartistes* et les *gestionnaires* ne prennent pas de risques de marché directs.

S'ils sont ducroire, ils sont toutefois exposés à un risque de règlement-livraison. Dans les autres cas, le risque est indirect. Il s'agit d'une conséquence d'un risque administratif ou d'un risque de variation des volumes échangés, donc de variation des volumes de commissions assises sur les flux d'ordres (commissions de courtages, de transaction et de confirmation). Enfin, les volumes eux-mêmes agissent en retour sur le prix unitaire des courtages.

L'impact indirect des risques de marché sur les intermédiaires se diffuse *via* les mécanismes de rémunération de ces différents acteurs. Organismes de marché, intermédiaires, gestionnaires ou simples collecteurs d'ordres forment un circuit de négociation et de commercialisation dont les gains sont liés et qui résultent *in fine* des volumes de transactions, puisque la fixation des prix unitaires est libre¹.

2.1.2.2. Les risques de crédit ou de contrepartie

Les professionnels sont confrontés au risque de crédit ou de contrepartie tout au long de la filière de production et de distribution des instruments financiers.

Pour les intermédiaires, le risque peut ainsi porter : sur l'émetteur du titre, dans l'hypothèse où l'intermédiaire est contrepartie, sur les contreparties participant aux transactions, en l'absence de garantie d'une chambre de compensation centrale, sur la chambre de compensation, dans le cadre des marchés organisés, le risque dépendant alors de la fiabilité de l'estimation du risque potentiel sur les positions, base de détermination des dépôts de garantie exigés des participants et de la qualité de l'organisation du marché qui conditionne la fiabilité de la garantie de bonne fin des transactions ; additionnellement, sur le dépositaire du portefeuille de l'intermédiaire, si celui-ci n'assure pas lui-même l'intégralité de sa propre conservation.

Pour les investisseurs finals, les risques sont analogues à ceux des intermédiaires, mais, outre les risques de crédit sur l'émetteur et, éventuellement, sur les contreparties aux transactions, le risque pris sur les dépositaires est loin d'être négligeable.

Pour les conservateurs de titres, un risque de contrepartie sur le déposant peut exister dans le cadre des services annexes à la conservation *stricto sensu* (prêts/emprunts de titres, gestion du risque de change sur titres, gestion de la trésorerie-titres de la clientèle...).

2.1.3. La gestion des risques de marché et de crédit sur les titres

La *gestion des risques de marché*² sur des portefeuilles de titres nécessite des moyens de mesure et de suivi des risques sophistiqués permettant une approche globale. L'intervenant doit pouvoir déterminer également la volatilité globale de ses risques soit en prenant en compte les corrélations entre ses composantes — méthode adaptée à la gestion des titres sur marchés physiques —, soit en pratiquant des simulations représentant les états possibles du marché — méthode adaptée à des portefeuilles incluant des risques non linéaires, comme les options.

¹ Le circuit des revenus d'intermédiation : les intermédiaires versent à l'organisme centralisateur diverses commissions représentant un « droit d'entrée » (couverture des coûts d'organisation des négociations et rémunération de l'organisme de marché) sur le marché, outre les dépôts de garantie et la participation au capital de cet organisme. En retour, l'organisme centralisateur peut reverser une « commission d'apporteur d'affaires » aux intermédiaires (exemple : les rétrocessions de courtage du Matif, déterminées en fonction du volume d'affaires). Vis-à-vis du donneur d'ordres, l'intermédiaire exige un courtage global, mais celui-ci fait l'objet d'un partage entre le membre du marché et l'éventuel gestionnaire ou collecteur d'ordres, au titre de sa commission de transaction (ou de mouvement).

² La gestion des risques de marché et de crédit est un sujet qui pourrait faire, en tant que tel, l'objet d'une étude, et ne sera pas ici développé. Pour plus de détails, cf. notamment l'étude sur le contrôle interne des risques de marché publiée dans le *Rapport annuel 1994* de la Commission bancaire et celle sur le contrôle interne des risques de crédit publiée dans le *Rapport annuel 1995* de la Commission.

Les investisseurs gèrent leurs portefeuilles en vue d'optimiser le couple rendement-risque. Les intermédiaires, en revanche, cherchent généralement à couvrir presque intégralement les risques de marché. La marge de l'intermédiaire ne lui permet généralement pas, en effet, de prendre des risques sur des positions non couvertes, qui sont du ressort d'un utilisateur ou d'un investisseur final mais pas d'un intermédiaire, fût-il contrepartiste.

La gestion des risques de crédit et de contrepartie sur les titres répond à des exigences analogues à celles d'autres activités de financement et doit reposer notamment sur l'existence d'une base d'information régulièrement mise à jour sur les contreparties, sur la détermination de limites de risque de crédit par contreparties ou catégories de contreparties, sur le suivi de l'utilisation effective des autorisations d'engagements sur les contreparties et sur un traitement rapide et approprié des dépassements éventuels.

Les opérations de gré à gré — contrats d'échange de taux et de devise, contrats à terme, options, pensions livrées... — s'accompagnent de plus en plus fréquemment de mécanismes permettant de réduire l'assiette du risque de contrepartie :

- accords de compensation bilatérale¹,
- mise en place de garanties diverses : appels de marges, constitution de gages-espèces ou titres,
- mécanismes permettant la résiliation anticipée des transactions : clauses automatiques de résiliation (*break clause, material adverse change...*),
- transfert du risque de crédit à des tiers *via* des instruments dérivés de gré à gré (« dérivés de crédit » ou *credit derivatives*).

Les marchés de gré à gré évoluent dans le sens d'un renforcement de la normalisation contractuelle, en particulier sous l'impulsion des associations professionnelles internationales (comme l'ISDA²) et nationales. Ils se rapprochent ainsi, partiellement, de la standardisation des transactions sur marchés centralisés.

2.2. Un aspect particulier du risque de contrepartie : le risque conservateur

2.2.1. Les différents aspects du risque conservateur

Les dépôts de titres des donneurs d'ordres, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels ou d'OPCVM, sont exposés au risque de défaillance du dépositaire qui en assure la conservation. En effet, en dépit du principe de la séparation des actifs du dépositaire de ceux du déposant, la défaillance d'un établissement dépositaire peut faire subir deux types de risques aux détenteurs de titres ou de parts d'organismes de placement collectif.

- Un risque d'illiquidité

La défaillance éventuelle du dépositaire risque d'entraîner, au moins temporairement, un « blocage » des titres, en vue de répertorier les actifs détenus ou déposés auprès de l'établissement et d'en vérifier la réalité.

- Un risque de pertes

Celui-ci peut avoir deux origines : d'une part, l'utilisation par le dépositaire des titres en dépôt pour couvrir ses propres besoins de financement sans son accord (fraude), ce qui est interdit et, d'autre part, l'association de comptes espèces aux dépôts de titres.

¹ La réduction du risque de crédit obtenue par des accords de compensation juridiquement valides (la validité des contrats de compensation a été assurée de façon incontestable au regard du droit français par la loi du 31 décembre 1993) a été reconnue dans la réglementation internationale, par une réduction du coût en fonds propres afférent aux transactions ayant fait l'objet d'une compensation.

² International Swaps Dealers Association

La défaillance d'un établissement dépositaire peut mettre en évidence l'absence de ségrégation interne entre les actifs en dépôt et ceux qui appartiennent en propre au dépositaire. Ces pratiques, prohibées par le Comité de la réglementation bancaire et financière¹ et Sicovam SA, sont visées à l'article 63 de la loi du 2 juillet 1996 qui dispose que les prestataires de services d'investissement « ne peuvent utiliser ces titres pour leur propre compte qu'avec le consentement explicite de l'investisseur ». Il s'agit, de plus, de pratiques s'apparentant à un abus de confiance ou à un abus de biens et à ce titre sanctionnées pénalement (cf. arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 30 mai 1996).

En outre, les dépôts de titres s'accompagnent généralement de dépôts espèces (fonds en attente d'investissement, produits reçus...). Ceux-ci ne bénéficient de la garantie des dépôts bancaires que s'ils sont effectués directement par l'investisseur ; les OPCVM sont, quant à eux, exclus d'une telle garantie. Les liens entre ces derniers et le dépositaire peuvent, en outre, être renforcés par le placement d'une fraction des actifs de l'OPCVM en valeurs du dépositaire ou de son groupe. En cas de procédure collective, l'organisme de placement collectif se trouve alors en situation de créancier chirographaire et l'existence de créances de l'organisme de placement sur l'établissement dépositaire défaillant rend impossible l'établissement immédiat de la valeur liquidative des parts de celui-ci. Cette situation peut apparaître, en particulier, lorsque le gestionnaire, le dépositaire et le promoteur-distributeur de l'organisme de placement collectif appartiennent au même groupe.

Par ailleurs, il convient de noter que la ségrégation comptable imposée sur les dépôts de titres n'est pas applicable aux dépôts espèces, qui sont donc confondus avec les autres éléments du passif en cas de liquidation. L'extension du principe de ségrégation des comptes-titres aux comptes-espèces affectés aux opérations sur titres, y compris dans le cas des OPCVM, serait difficile, voire impossible, dans la mesure où elle remettrait en cause la notion même de dépôt bancaire, laquelle implique, aux termes de l'article 2 de la loi bancaire, que le dépositaire ait le droit d'utiliser les fonds reçus pour son propre compte.

2.2.2. Les protections contre le risque conservateur

Les contrôles externes effectués sur les dépositaires par leurs commissaires aux comptes ou les autorités prudentielles sont le moyen privilégié de prévention de ces différents risques.

Au surplus, et en application de l'article 62 de la loi du 2 juillet 1996, les prestataires de services d'investissement sont tenus d'adhérer à un système de garantie² au profit des dépôts de titres avant le 1^{er} janvier 1998.

2.3. *Les risques commerciaux et opérationnels*

2.3.1. Le risque commercial

Il concerne les gestionnaires de produits de placement auprès des investisseurs individuels. Dans son activité de placements de valeurs mobilières ou de parts d'organismes collectifs, ou dans le cadre d'une gestion sous mandat dont le gestionnaire n'aurait pas appliqué les termes, un gestionnaire peut être amené à compenser tout ou partie des pertes sur des produits placés auprès de la clientèle en cas de défaut d'information de sa part. Si le client estime que l'information communiquée sur ces produits ne reflétait pas les risques effectifs de l'investissement, il peut, en effet, se retourner contre le gestionnaire pour obtenir un dédommagement amiable ou judiciaire.

¹ Règlement n° 87-09

² Avant même le vote de la loi du 2 juillet 1996, les titres en dépôt auprès d'une société de bourse bénéficiaient déjà d'une garantie spécifique. La Société des bourses françaises gère, en effet, un fonds de garantie, auquel contribuent l'ensemble des sociétés de bourse et dont l'objet est la garantie de leurs engagements à l'égard de la clientèle, en cas de défaillance et de liquidation. Cette garantie couvre les engagements résultant des prestations d'intermédiation sur flux mais aussi les titres déposés auprès des sociétés de bourse, dans un plafond global de 2,5 millions de francs par déposant. Après exercice de cette garantie, dans la limite des avoirs résiduels disponibles et dans un plafond maximum de 0,5 million de francs, le fonds de garantie couvre également les dépôts espèces. En tout état de cause, les indemnisations accordées par le fonds de garantie ne peuvent excéder 200 millions de francs par société de bourse défaillante.

La responsabilité du gestionnaire est définie légalement et réglementairement. Ainsi, les règlements de la Commission des opérations de bourse sur les sociétés de gestion de portefeuille prévoient que celles-ci doivent informer le client des risques qu'il encourt dans le cadre d'un mandat de gestion et que la commercialisation des valeurs négociées sur un marché étranger organisé en fonctionnement régulier et ouvert au public doit s'accompagner d'une information sur les risques convenablement assurée. Enfin, la loi du 3 janvier 1972 relative au démarchage financier prévoit, pour le placement de plans d'épargne en valeurs mobilières, l'établissement d'une note d'information visée par la Commission des opérations de bourse. Cette note « doit notamment fournir des indications précises sur la nature des engagements pris par celui qui propose le contrat et sur la portée des obligations qui incomberont au souscripteur ». Ces dispositions restent cependant peu adaptées à une organisation qui ne concentre pas les fonctions de gestion et de distribution sur un même établissement ou un même groupe. L'évolution en cours de la réglementation relative à la distribution d'instruments financiers (cf. 1.3.2.) devrait permettre de mieux distinguer les responsabilités respectives du gestionnaire, du dépositaire et du distributeur (ou du promoteur) des produits.

Indirectement lié aux fluctuations de marché, ce risque n'est pas théorique, en particulier lorsque des produits financiers intrinsèquement risqués font l'objet de montages de couverture qui se révèlent inopérants ou ont été commercialisés sans informations suffisamment claires et précises sur les risques encourus.

2.3.2. Les risques opérationnels

Ils peuvent résulter de la déficience des procédures d'exécution des opérations sur titres, des procédures de contrôle interne et des système de place. La place de Paris disposant de systèmes de négociation et de dénouement efficaces et fortement sécurisés, les risques opérationnels sont principalement des risques internes aux structures des intervenants.

Les intermédiaires contrepartistes encourrent fondamentalement les mêmes risques que tout autre investisseur : erreur de l'opérateur responsable de la négociation, erreur d'enregistrement de la transaction ou de transcription de ses résultats dans l'unité de post-marché, défaillance des systèmes internes de transmission d'informations...¹; ces risques portent toutefois sur des positions plus importantes, surtout lorsque l'intermédiaire a une fonction de teneur ou d'animateur de marché.

Les intermédiaires non contrepartistes sont exposés à des risques opérationnels identiques avec cette différence que l'erreur n'affecte pas une opération de l'établissement mais celle d'un donneur d'ordres. L'intermédiaire se retrouve alors engagé pour compte propre sur l'écart entre l'ordre de son client et l'exécution, erronée, sur le marché. La position induite doit ensuite être liquidée en minimisant les pertes.

Les opérations de dénouement sont également affectées par des risques opérationnels non négligeables, qui sont encore renforcés pour les transactions de gré à gré, surtout s'il s'agit de transactions internationales incluant des risques de change. Les erreurs ou retards affectant le dénouement transforment le risque opérationnel initial en risque de règlement-livraison, donc en risque de marché, et s'agissant d'opérations de gré à gré, en risque de contrepartie. La maîtrise de ces risques doit se fonder sur une organisation administrative transparente et rationnelle et une fonction de contrôle interne indépendante et effective.

¹ Les opérateurs disposent fréquemment d'outils informatiques d'enregistrement des transactions et d'un système lié de routage interne vers le post-marché voire, en parallèle, vers la comptabilité.

2.4. Les risques juridiques

2.4.1. Les risques juridiques du dépositaire

Le conservateur ou dépositaire est soumis vis-à-vis de la clientèle à une obligation de tenue de compte et à une obligation de non-usage pour compte propre des titres déposés. À celles-ci s'ajoutent des obligations de diligence inhérentes à la détention de ces titres, aux droits qui y sont attachés et à leur restitution. Il a été jugé cependant, dans un cas d'espèce¹, que ces obligations ne s'étendent pas jusqu'à un devoir de conseil sur l'opportunité de l'investissement, en l'absence de clauses conventionnelles contraires.

Par contre, en cas de défaillance du client donneur d'ordres, des incertitudes ont été levées par l'article 103 de la loi du 2 juillet 1996 modifiant l'article 47^{er} de la loi 83-1 du 3 janvier 1983 quant aux droits et obligations du conservateur de titres. En principe, le conservateur est tenu de livrer et de régler les contreparties du client défaillant, s'il s'y est engagé auparavant, mais il peut recevoir les titres ou espèces versés par les contreparties de ce client. Aucun créancier du client défaillant ne peut opposer un droit quelconque sur ces titres ou espèces.

2.4.2. Les risques juridiques de l'intermédiaire

En ce qui concerne la mise en jeu de la responsabilité de l'intermédiaire par sa clientèle, la jurisprudence comme la doctrine soulignent la fonction déterminante de l'avis d'opéré. Selon une jurisprudence désormais établie, le client peut difficilement contester un ordre de bourse transmis s'il n'a pas réagi à la réception de l'avis d'opéré. En effet, le silence après réception, s'il ne vaut pas acceptation, semble bien constituer une présomption simple d'absence de faute commise par l'intermédiaire financier.

2.4.3. Les difficultés juridiques soulevées par l'internationalisation des métiers des titres

Le développement des opérations sur titres à caractère international, en l'absence d'harmonisation, multiplie les droits applicables et rend malaisée la gestion d'éventuelles défaillances.

2.4.3.1. La multiplicité des droits applicables

La dématérialisation des titres accentue les incertitudes quant au droit applicable, en matière de titres, sur un plan international. En outre, la nature des droits attachés aux titres (droit de créance ou droit de propriété voire copropriété) peut être appréciée de manière différente selon le pays en cause, rendant d'autant plus complexe la détermination de l'étendue de ces droits.

La globalisation des métiers des titres soumet les professionnels et les détenteurs de titres à un accroissement des législations susceptibles d'encadrer les opérations concernées. La multiplicité et l'internationalisation des intermédiaires accentuent les risques de conflits de lois pouvant conduire à l'intervention de juridictions étrangères dans la résolution d'un différend. Ainsi, si le lien entre l'émetteur et le titulaire semble clairement établi (en principe, par la loi du siège de l'émetteur, voire par la loi choisie par les parties, notamment pour les émissions obligataires), il apparaît plus difficile de déterminer la loi applicable aux opérations conclues entre les différents intermédiaires, et notamment, entre les différents teneurs de comptes.

À cet égard, il est à noter que si la France dispose d'un régime juridique particulièrement sécurisé² en ce qui concerne les opérations de pension livrée, les opérations de pension livrée à caractère international ne présentent pas aujourd'hui, les mêmes garanties de sécurité. En particulier, l'application

¹ Arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 9 janvier 1990

² En application de l'article 12 de la loi du 13 décembre 1993 modifiée. Ce dispositif est complété par une convention cadre de place, approuvée par le gouverneur de la Banque de France en application de l'article 16 de la loi du 8 août 1994.

d'une loi étrangère présente un risque pour les parties à l'opération au regard, notamment, des règles d'opposabilité, de responsabilité ou de revendication.

2.4.3.2. La défaillance d'une partie à l'opération internationale

La législation en matière de procédures collectives diffère d'un pays à l'autre, alors qu'elle présente un pouvoir d'attraction pouvant s'exercer aux dépens des créanciers étrangers. En effet, la loi relative à la faillite, loi d'ordre public, impose, quelles que soient les obligations contractuelles choisies par les parties, la soumission de toutes les opérations concernant la société défaillante à la loi d'ouverture de la procédure collective.

En outre, il n'est pas exclu que la défaillance d'un intermédiaire donne lieu à la fois à l'ouverture d'une procédure principale au siège de l'établissement défaillant et à l'ouverture de procédures collectives secondaires affectant les succursales établies à l'étranger¹. En particulier, les règles d'opposabilité à la faillite relèvent de la juridiction du lieu d'ouverture de la procédure, ce qui peut porter atteinte aux droits des contreparties ayant contracté sous l'empire d'une loi différente.

Les difficultés liées aux défaillances internationales ont conduit à la conclusion récente d'une convention entre les États membres de l'Union européenne relative aux règles applicables, en la matière, aux entreprises de droit commun. En outre, des travaux se poursuivent, compte tenu de la spécificité des activités financières et boursières, en vue de l'élaboration d'une directive applicable aux entreprises de cette nature.

2.5. Les règles déontologiques

La place croissante prise par ce mode de régulation des activités de marché appelle une attention particulière des professionnels des métiers des titres. En effet, le non-respect des règles déontologiques peut déboucher sur des risques juridiques significatifs. Ces règles concernent, d'une part, la prévention des comportements irréguliers de la part des collaborateurs des entreprises d'investissement et, d'autre part, les principes que doivent suivre les intermédiaires vis-à-vis des marchés.

2.5.1. La déontologie des collaborateurs

Le rapport Brac de La Perrière² définit la déontologie comme un ensemble de règles de conduite, individuelles ou collectives, qui visent à garantir le respect des principes dans le comportement quotidien des entreprises et de leurs collaborateurs. Si la déontologie a eu comme fonction première la prévention des délits d'initié, la démarche s'inscrit dans un cadre plus ambitieux.

La jurisprudence a eu l'occasion de préciser la définition du délit d'initié en se fondant sur la directive européenne de coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés³ : en particulier, l'information privilégiée litigieuse doit être précise, certaine, confidentielle et susceptible d'avoir une incidence sensible ou notable sur les cours si elle était connue du public.

Retenant la loi du 22 janvier 1988, désormais abrogée, l'article 60 de la loi du 2 juillet 1996 dispose, à cet égard, que les intermédiaires concernés doivent inclure dans leur règlement intérieur « les conditions dans lesquelles les salariés peuvent effectuer des négociations sur instruments financiers pour leur propre compte, les conditions dans lesquelles ils doivent, dès lors, en informer leur employeur, les obligations qui s'imposent à eux en vue d'éviter la circulation indue d'informations confidentielles ».

¹ Cf. en France, l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 11 avril 1995 à propos de la défaillance de la Bank of Credit and Commerce International (BCCI)

² Cf. le supplément au *Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse* – n° 212 (mars 1988)

³ Arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 26 juin 1995 ; cette définition apparaît plus restrictive que celle de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 modifiée.

En ce qui concerne les établissements de crédit, le rapport Brac de La Perrière a été repris dans les règles de bonne conduite de la profession bancaire, et une lettre, en date du 21 avril 1988, adressée par le gouverneur, président de la Commission bancaire, au président de l'Association française des établissements de crédit l'a signifié. La Commission bancaire n'a toutefois pas de pouvoir disciplinaire à l'encontre des personnes travaillant pour le compte des établissements de crédit, sa mission s'exerce exclusivement sur la personne morale agréée en qualité d'établissement de crédit.

2.5.2. La démarche déontologique

Au-delà des opérations personnelles des professionnels, l'approche déontologique vise à garantir la continuité et l'intégrité des marchés, à respecter les intérêts de la clientèle et à éviter tout abus de position privilégiée ou dominante.

Ainsi, l'article 58 de la loi du 2 juillet 1996 définit les règles de conduite auxquelles sont tenues les entreprises d'investissement d'une façon très large. En particulier, l'activité sur titres doit s'exercer loyalement et équitablement, avec soin et diligence, au mieux des intérêts de la clientèle et en respectant l'intégrité des marchés. Les intervenants sont soumis à une obligation d'information sur la situation financière et l'expérience de leur clientèle à laquelle s'ajoute une obligation de communication, proche d'un devoir de conseil, vis-à-vis de cette clientèle.

Dans le cadre de la transposition en droit français de la directive relative aux services d'investissement, la mise en œuvre et le contrôle du respect de ces principes relèvent de la compétence du Conseil des marchés financiers (CMF), à l'exception des règles de bonne conduite relatives à la gestion de portefeuille pour compte de tiers, qui relève de la seule compétence de la Commission des opérations de bourse.

3. Perspectives d'évolution des métiers des titres

Il s'agit ici de réaliser un essai de prospective sur les métiers du titre dans ce nouveau cadre institutionnel, à savoir : les grands facteurs d'évolution possible des métiers des titres, d'une part, les conditions dans lesquelles la loi pourrait influencer ceux-ci, d'autre part.

3.1. Les grands facteurs d'évolution des métiers des titres

Trois grands facteurs d'évolution devraient influencer les métiers des titres au cours des prochaines années : les techniques de l'information et de la communication, la modification des portefeuilles d'activité des acteurs et la mise en place de la monnaie unique.

3.1.1. L'évolution technologique

Ces dernières années ont été marquées par l'essor considérable des capacités de traitement de l'information et des flux de transactions, tant en ce qui concerne les organismes de place que les grands intervenants. Cet essor résulte du développement de gros systèmes (*mainframes*) et de la diffusion de micro-ordinateurs dont les capacités n'ont cessé de croître. Toutefois, le développement des capacités de traitement n'est pas suffisant en lui-même pour expliquer l'essor des volumes négociés ; celui-ci exige également une amélioration des systèmes de transmission, dont le support est la télématique. Désormais, par exemple, de la collecte des ordres de bourse sur videotex au post-marché des intermédiaires et dépositaires, l'ensemble de la filière « bourse » est automatisée.

C'est précisément l'automatisation de la négociation et de la cotation qui pourrait être l'enjeu des nouvelles évolutions des technologies de l'information. Approfondissant l'extension de l'usage d'ordinateurs associés en réseaux, l'évolution actuelle se concentre sur la connexion des réseaux entre

eux et la transmission de gros débits d'informations¹. Même si ce phénomène n'en est qu'à ses prémisses, le rythme auquel il se développe est loin d'être négligeable. Or, l'ouverture des réseaux informatiques, dont les systèmes de marché, ne constitue pas une simple possibilité de communication supplémentaire. Elle procure, d'une part, une possibilité accrue d'intervention à distance, et, d'autre part, des facilités, pour tout acteur qui en a la capacité, d'offrir tout ou partie de services dont, jusqu'à présent, les systèmes centralisés de marché avaient l'exclusivité technique.

Ainsi, en parallèle des systèmes centralisés, des prestataires privés, américains et britanniques notamment, proposent des services assurés traditionnellement par des organismes centraux de marché. Ces systèmes privés, désignés sous le terme de « *Proprietary Trading Systems* » (PTS), ou systèmes de négociation privés (SNP) sont actifs sur le routage, la négociation et l'appariement des ordres.

L'innovation, en l'occurrence, consiste en l'offre de services initialement réservés aux marchés centralisés et réglementés. Ainsi, au Royaume-Uni et aux États-Unis, des sociétés privées commercialisent des systèmes de routage et de négociation en continu, dirigés par les ordres, en concurrence avec les marchés dirigés par les prix du London Stock Exchange ou du New York Stock Exchange¹. Ces expériences ne portent, pour l'instant du moins, que sur des volumes limités de transactions, qui ne leur permettent pas toujours, semble-t-il, d'atteindre le seuil de rentabilité. En fait, le succès rapide de ces systèmes n'est pas garanti, mais leur existence même est la manifestation d'une potentialité technique, d'une part, et d'un besoin de la part de certains acteurs, d'autre part.

En définitive, la délocalisation complète des opérations sur titres devient techniquement possible. Investisseurs, collecteurs d'ordres éventuels et intermédiaires n'ont plus besoin de se trouver ni sur un même lieu géographique, ni même dans la zone géographique du marché. Puisque les acteurs sont connectés en réseaux et que le marché ne centralise plus à lui seul les moyens de routage des ordres, de négociation ou de diffusion des cours, c'est l'architecture même du marché qui est potentiellement « délocalisable », puisque du marché ne subsisterait qu'un réseau et un système. Cette évolution reste potentielle mais elle n'est, techniquement et économiquement, que la continuation du processus amorcé par l'élaboration du système CAC de négociation électronique en continu.

Les besoins des acteurs évoluent dans le même sens. Les intermédiaires (courtiers) étrangers éprouvent de plus en plus le besoin de pouvoir intervenir directement à distance sur les marchés boursiers, sans devoir passer par un intermédiaire local. Ainsi, à Paris, une filiale de la Société des bourses françaises commercialise un système d'écrans délocalisés connectés à la Bourse. Si l'usage de tels dispositifs était étendu, des courtiers non résidents pourraient techniquement concurrencer, sans implantation sur place, les intermédiaires locaux, pour la collecte, le routage, voire la négociation des ordres. Une telle évolution pourrait, cependant, être limitée pour la négociation des actions des émetteurs domestiques, dans la mesure où la proximité de l'intermédiaire et de l'émetteur est un atout de taille pour la connaissance de la valeur négociée.

Par ailleurs, le poids des grands investisseurs, et en premier lieu des investisseurs institutionnels, devrait être renforcé avec la mise en place des fonds de pension. L'institutionnalisation de l'épargne, déjà fortement engagée, devrait se poursuivre et pourrait remettre en cause le partage des responsabilités entre intermédiaires et investisseurs. L'essor de l'épargne institutionnelle s'est traditionnellement accompagné d'une demande de services d'intermédiation sur mesure, soit grâce à des modalités spécifiques de détermination des cours sur le marché central, soit grâce à la négociation de gré à gré.

¹ Internet, dont l'usage professionnel sur les marchés de titres est récent, mais croissant, n'en est que l'une des manifestations les plus médiatiques.

¹ Il s'agit, par exemple, aux États-Unis, de la société Instinet. Au Royaume-Uni, la société Tradepoint s'est associée à une société de services informatiques et à une agence financière (Bloomberg) pour mettre en œuvre un marché réglementé au sens de la directive 93/22/CEE concernant les services d'investissement.

Dans les deux cas, les investisseurs institutionnels ont favorisé l'intermédiation contrepartiste au détriment du courtage. Les organismes de marché ont entériné cette évolution, par les transactions sur blocs, afin de s'efforcer de maintenir sur le marché central les transactions qui sont susceptibles d'être négociées de gré à gré (tout du moins, sur les marchés qui l'autorisent, et principalement sur le marché londonien). Après avoir contribué au développement de la contrepartie, l'institutionnalisation de l'épargne pourrait accentuer la délocalisation des transactions si les investisseurs disposent d'écrans alloués par des intermédiaires pour accéder directement soit aux systèmes de place, soit à des systèmes de négociation privés.

Les enjeux de la délocalisation de la collecte, du routage et de la négociation des ordres de bourse sont donc la possibilité de contourner les membres locaux de marché, puis le marché lui-même, au bénéfice soit de transactions de gré à gré, soit de transactions utilisant des moyens techniques concurrents de ceux du marché.

Cette concurrence s'intensifiera en fonction de l'avantage en termes de coût et de sécurité que ces mécanismes peuvent apporter. En offrant à leurs clients des écrans délocalisés, les intermédiaires sont susceptibles de favoriser une offre de services faiblement facturés, l'intermédiaire n'offrant plus d'autre valeur ajoutée que la possibilité de se connecter à un système de négociation.

La fourniture de connexions délocalisées à des courtiers étrangers non membres du marché, par les organismes de place, pourrait contribuer à la concentration des transactions sur le marché central. C'est pourquoi, la délocalisation d'écrans de négociation peut être perçue simultanément comme une menace pour les intermédiaires locaux (de ce fait, davantage concurrencés par des courtiers « délocalisés ») et comme un atout concurrentiel pour le marché.

C'est ainsi que le marché de gré à gré londonien (*Seag*), où de nombreuses valeurs françaises sont négociées, du fait, notamment, des facilités de négociation de gros ordres, est dès à présent soumis à une concurrence plus intense de la part de la Bourse de Paris. Par delà la contestation de l'avantage comparatif du marché de gré à gré londonien, c'est la concurrence des marchés de gré à gré par rapport aux marchés centralisés qui pourrait s'en trouver modifiée, dans l'hypothèse où les marchés centralisés parviendraient à concilier la transparence et la sécurité d'un marché d'ordres automatisés et les modalités de négociation différencier pour les grands investisseurs, qu'offrent les marchés de « *market markers* ».

Cette évolution a déjà été anticipée sur le Matif, sous forme d'accords de négociation hors séance avec des marchés étrangers analogues, dans le cadre des systèmes Globex ® et Tradeus ®.

3.1.2. L'évolution économique : segmentation et concentration

3.1.2.1. L'intermédiation sur titres

L'intermédiation sur titres a connu des évolutions spectaculaires au cours des dix dernières années. Le renforcement de la concurrence et la recherche d'économies d'échelle, communes à l'intermédiation et aux autres métiers des titres, devraient accentuer la différenciation entre des groupes dominants multi-activités, probablement soumis à un processus de concentration, et divers intervenants spécialisés de dimension plus modeste, sous-traitant de nombreux services aux précédents.

C'est ainsi que des sociétés de bourse ont eu tendance à se recentrer sur l'intermédiation et à filialiser, voire à sous-traiter aux réseaux bancaires, leurs activités de conservation et de gestion. Elles ont ainsi pu redéployer leurs activités vers des domaines où les banques, et plus accessoirement les compagnies d'assurance, bénéficient de moindres avantages concurrentiels. L'analyse financière, qui, en dépit des progrès considérables de ces dernières années, peut encore évoluer à court terme¹, constitue à cet égard un segment très intéressant pour les sociétés de bourse, tout comme la diffusion d'informations.

¹ Surtout en comparaison des marchés américains et britanniques

Le partage du marché de l'intermédiation, non seulement à la bourse (depuis février 1996) mais également sur les autres marchés d'instruments financiers, entre établissements de crédit et groupes non bancaires, n'est bien entendu que l'un des aspects de la problématique de l'intermédiation. En effet, quel que soit le statut des intermédiaires (établissement de crédit, entreprise d'investissement), l'intermédiation fait l'objet d'une segmentation croissante, qui a trouvé sa traduction dans la réglementation boursière avant même la transposition de la directive sur les services d'investissement. Ainsi, depuis 1992, les intermédiaires en bourse peuvent être négociateurs, négociateurs compensateurs, multi-compensateurs ou négociateurs multi-compensateurs.

En pratique, la segmentation des métiers n'implique pas nécessairement la spécialisation des acteurs. La segmentation peut en effet donner lieu à la constitution de groupes dotés de filiales spécialisées qui conservent une approche diversifiée des métiers. C'est le cas des structures d'intermédiation dépendant de groupes bancaires et des entreprises d'investissement de premier plan. Celles-ci interviennent alors non seulement sur les divers métiers d'un même marché, mais encore sur de multiples marchés distincts. La constitution de différentes filiales spécialisées sur plusieurs métiers, affectées chacune à un marché déterminé, est fréquente (Bourse de Paris, Monep, Matif, marché obligataire).

En revanche, les intervenants plus modestes ou entrés plus récemment sur le marché¹ se concentrent plus volontiers sur un nombre réduit d'activités, généralement peu consommatrices de fonds propres et de moyens généraux, ou pour lesquelles ils bénéficient d'un fonds de commerce spécifique.

3.1.2.2. *La conservation*

Les métiers de la conservation sont ceux qui ont connu, au cours des dernières années, la vague de concentration la plus importante à l'échelle mondiale, surtout en ce qui concerne les prestations internationales les plus élaborées (*global custody*). La concurrence exacerbée sur les marchés domestiques et les exigences de qualité et de moyens accrus devraient avoir des effets analogues, mais sans doute moins brutaux, sur l'ensemble de l'offre aux investisseurs institutionnels.

Toutefois, si les activités de conservation (internationales autant que nationales) connaissent un processus d'industrialisation et de concentration sur un nombre limité d'acteurs, on ne peut exclure qu'à plus long terme le coût d'entrée sur ce segment de marché ne s'abaisse sous l'effet des progrès techniques. En effet, si la période récente, et probablement l'avenir proche, sont caractérisés par une inflation des coûts fixes de conservation, du fait notamment des contraintes techniques résultant des exigences de qualité et de sécurité, cette tendance pourrait être remise en cause, d'une part, par l'essor des capacités de traitement et de communication à coûts inchangés (réseaux de micro-ordinateurs, accès à coût réduit aux systèmes de communication du fait de l'ouverture des marchés de la téléphonie et de leurs dérivés) et, d'autre part, par la fragmentation de l'offre de services qui peut résulter, entre autres, de ces mêmes progrès techniques.

3.1.2.3. *La gestion et la distribution de produits financiers*

Ces deux métiers sont distincts mais, plus que d'autres, intimement liés. Outre les modifications de l'environnement économique (monnaie unique...) et législatif (fonds de pension...), la technologie influencera la distribution des produits financiers. À l'instar des services bancaires, la distribution directe et à distance de produits de placement devrait s'accélérer, notamment par l'intermédiaire de services téléphoniques ou vidéotex. Si un établissement ou un groupe peut, à titre individuel, connaître un développement satisfaisant de ses activités sur titres en délégant à des tiers la distribution dans le public, dans une perspective globale, en revanche, une place financière ne peut se développer sans capacités de distribution. Dans un contexte technologique et institutionnel changeant, les textes relatifs au démarchage et à la sollicitation devront sans doute être revus, dans le sens d'une responsabilisation accrue des professionnels et d'un renforcement des exigences de compétences et de déontologie.

¹ Filiales de groupes non résidents, surtout

La gestion a besoin des flux de demandes des distributeurs, que ces deux métiers soient exercés par un intervenant unique ou pas. À ce jour, la gestion manque de deux éléments pour trouver une dimension accrue : d'une part, un substrat élargi d'investisseurs institutionnels (la mise en place des fonds de pension serait intéressante à cet égard) et, d'autre part, une autonomie renforcée à l'égard des groupes d'appartenance (en premier lieu les banques) qui exercent ce métier parmi d'autres et dont certains peuvent être à l'origine de conflits d'intérêts (crédits, participations pour compte propre).

Un consensus semble rapprocher professionnels, investisseurs et autorités de place en faveur de sociétés de gestion indépendantes, intervenant indistinctement au bénéfice d'investisseurs individuels ou collectifs, sur les titres et peut-être sur d'autres actifs — biens immobiliers pour les gestionnaires de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) ...

Alors que la spécialisation caractérise la plupart des métiers des titres, la gestion pourrait évoluer différemment, dès lors que se constitueraient des sociétés indépendantes, « multi-gestionnaires », pour compte de diverses personnes physiques et morales. Même si les gestionnaires indépendants restent pour l'instant l'exception, quelques maisons de titres et sociétés de gestion de portefeuille de premier plan et autonomes existent cependant d'ores et déjà. Gérant des actifs allant de quelques centaines de milliers de francs à quelques dizaines de millions chacune, souvent pour de nombreuses catégories de clients, elles pourraient préfigurer les « multi-gestionnaires » de l'avenir.

Cependant, l'accroissement des moyens humains et techniques nécessaires concerne tout autant la gestion que les autres métiers (exigences de la clientèle, sophistication croissante des méthodes de gestion).

3.1.3. L'environnement monétaire : la perspective de la monnaie unique

La mise en place de la monnaie unique, en Europe, qui devrait débuter en 1999, pour s'achever en 2002, aura deux conséquences cruciales pour les marchés de titres : l'abolition des parités entre monnaies européennes des États participant au projet et l'instauration d'une politique monétaire commune.

Même si nombre d'aspects fondamentaux demeurent imprécis — les États qui constitueront dès 1999 la zone monétaire unifiée, l'organisation des relations monétaires avec les États de l'Union européenne restés en dehors de l'Union monétaire... —, il n'est pas douteux que l'union monétaire aura un impact important sur les marchés de capitaux. Celui-ci peut être appréhendé, d'une part, en termes de réorientation des volumes de transactions, d'autre part, en termes de renforcement de la concurrence.

En termes de transactions : les arbitrages sur les écarts de taux entre titres libellés dans les différentes devises européennes deviendront sans objet. En contrepartie, les volumes des transactions pourraient être accrus par la constitution d'un marché de capitaux européen unifié, et par conséquent plus liquide, rendu d'autant plus attractif pour les investisseurs que la convergence des États de la zone monétaire unifiée vers des politiques économiques favorisant l'équilibre des finances publiques et la modération des taux d'inflation devrait garantir la stabilité de l'euro. Les taux pratiqués sur un grand marché unifié pourraient ainsi devenir des taux directeurs pour l'ensemble des places financières et l'euro l'une des premières monnaies de réserve.

En termes de concurrence : celle-ci devrait être accentuée par l'instauration de la monnaie unique, qui prolongerait les effets de l'ouverture du marché unique des services d'investissement. Cette tendance devrait, en effet, être stimulée, d'une part, par l'accroissement de la profondeur et de la liquidité du marché et, d'autre part, par la réduction des incertitudes résultant de la disparition du risque de change à l'intérieur de la zone. On devrait en conséquence constater un mouvement de concentration des différents métiers des titres sur un nombre plus restreint d'acteurs, à l'instar de ce que l'on observe dans le secteur bancaire.

Si les conséquences de la monnaie unique sur les marchés de titres sont donc encore partiellement indéterminées, on peut néanmoins tenter d'en préciser les enjeux pour les principaux métiers des titres.

3.1.3.1. L'intermédiation

Cette activité devrait tirer profit d'un vaste marché unifié des capitaux en euro, qui sera attractif non seulement pour les investisseurs européens, mais aussi pour les investisseurs non européens, qui y trouveront un pôle alternatif aux grandes places américaines et asiatiques. Toutefois, la constitution d'un marché unifié des capitaux, même dans l'hypothèse macro-économique la plus favorable (convergence des économies, stabilité interne et externe) n'est pas sans poser des problèmes complexes.

En effet, un tel marché n'est pas susceptible de s'organiser spontanément sous le seul effet de l'uniformisation des monnaies dans lesquelles les titres sont libellés. Chaque place financière dispose d'une organisation spécifique, qui s'appuie sur une fiscalité et une réglementation domestique et des systèmes de règlement-livraison distincts.

Si la reconnaissance des acteurs et des marchés est assurée dans le cadre de la directive sur les services d'investissements, les différences techniques demeurent. Les marchés européens peuvent développer plusieurs stratégies : connexion des systèmes existants de négociation et de dénouement, création d'une Bourse européenne parallèle aux bourses nationales, création de différentes bourses européennes différencierées par les instruments cotés...

Toutefois, quel que soit le degré d'unification des marchés européens de titres, ceux-ci conserveront une marge d'autonomie incompressible.

Le renforcement de la compétition entre intermédiaires ira ainsi de pair avec un renforcement de la concurrence entre places. Dans ce contexte, bénéficieront d'un avantage comparatif les places qui disposent d'un environnement favorable, en termes de compétences des professionnels, de qualité des infrastructures, de situation économique générale... Il est probable, par ailleurs, que la compétition entre places financières favorisera certaines formes de spécialisation sur certaines catégories d'instruments, spécialisation qui apparaît inévitable pour les marchés de dimensions modestes.

3.1.3.2. La conservation

Les systèmes de compensation et la tenue de comptes-titres centralisés sont de la responsabilité d'organismes nationaux, tels que Sicovam SA. L'organisation de ces systèmes peut prendre diverses formes, comparables à celles évoquées pour les marchés : connexion en réseau des systèmes existants, création d'un dépositaire européen ou toute approche intermédiaire, en particulier des formules de coopération entre quelques dépositaires centraux de premier plan pour compte commun de l'ensemble des États de la zone monétaire unifiée.

Quel que soit le schéma retenu, un marché en monnaie unique exigera une normalisation technique (délais et procédures de dénouement) ainsi qu'une définition, admise par tous les participants, d'un niveau minimum de sécurité des dénouements et des dépôts.

3.1.3.3. La gestion

La perspective d'un marché de capitaux en monnaie unique va incontestablement contribuer à l'internationalisation des portefeuilles de titres, surtout institutionnels, dont l'importance dépendra, pour partie, de la qualité des systèmes de négociation et de conservation précités. En effet, un vaste marché en monnaie unique facilitera, tant l'« européanisation » des portefeuilles des investisseurs des pays de l'Union monétaire que l'arrivée d'investisseurs non européens, pour l'instant confrontés, d'une part, à un risque de change multiple, et, d'autre part, à la segmentation des divers marchés européens.

Il est toutefois hasardeux de se prononcer sur les modalités de cette évolution. Les investisseurs ont, en effet, pour l'instant, des exigences et des préférences différentes d'un État à l'autre, selon le poids respectif des différentes catégories d'intervenants (OPCVM, compagnies d'assurance, fonds de pension, particuliers...), et selon l'environnement réglementaire et surtout fiscal. En dépit d'une convergence probable en matière de fiscalité des titres, l'inertie des comportements, surtout de la part des non-professionnels, devrait primer, au moins dans un premier temps.

3.2. *Les conséquences probables de la transposition de la directive sur les services d'investissement sur les activités de titres*

Les perspectives évoquées plus haut devraient être accélérées par la transposition de la directive sur les services d'investissement ; elles trouvent en effet dans celle-ci un cadre qui renforce leurs traits dominants : internationalisation, intensification de la concurrence, tout en établissant un ensemble normatif destiné à sécuriser ces processus.

3.2.1. *Les grandes lignes de la directive sur les services d'investissement*

3.2.1.1. *La liberté d'établissement et de prestation*

Aux termes de la directive, tout établissement de crédit ou entreprise d'investissement de l'Union européenne est habilité, à compter du 1^{er} janvier 1996, soit à ouvrir une succursale, soit à proposer directement ses services dans les autres États de l'Union européenne, dans le champ déterminé par l'agrément de l'État d'origine. Les succursales d'entreprises d'investissement sont contrôlées, au titre de la liquidité, de la solvabilité et de la structure financière, par l'État d'origine qui a délivré leur agrément ; c'est la conséquence directe du « passeport européen ».

Ces dispositions s'appliquent à la fois aux « services d'investissement » proprement dits (négociation pour compte propre, gestion pour compte de tiers, prise ferme et placement à l'émission, réception, transmission et exécution d'ordres pour compte de tiers) et aux « services connexes » (conservation, financement et opérations de change liées aux services d'investissement, conseil patrimonial et financier, services liés à la prise ferme).

3.2.1.2. *La définition des marchés réglementés*

La directive sur les services d'investissement donne une définition à la fois formelle et fonctionnelle des marchés réglementés. Formellement, un marché réglementé est défini comme tel par chaque État membre, et inscrit sur une liste communiquée aux autres États membres qui pratiquent la reconnaissance mutuelle. Fonctionnellement, il se caractérise par un « fonctionnement régulier » et l'existence d'un règlement fixant les conditions d'accès, de fonctionnement, d'admission à la cotation, ainsi que les obligations déclaratives et de transparence.

Sur cette base, la directive donne la possibilité à tout État membre d'exiger que les transactions soient effectuées sur un marché réglementé (principe de « concentration des ordres ») si trois conditions sont réunies lors de la transaction : l'investisseur réside ou est établi dans l'État membre, l'entreprise d'investissement intervient par l'intermédiaire de son établissement principal ou d'une succursale située dans l'État membre ou encore en libre prestation de services, et enfin la transaction porte sur un instrument négocié sur un marché réglementé de l'État membre.

Toutefois, si l'État membre a choisi d'exiger la concentration des ordres, il doit, aux termes de la directive, prévoir le droit pour les investisseurs résidents d'autoriser l'intermédiaire à déroger à cette obligation « compte tenu des besoins des différents investisseurs en matière de protection et, notamment, de la capacité des investisseurs professionnels et institutionnels à agir au mieux de leurs intérêts ».

3.2.2. Les grandes lignes de la loi de transposition de la directive sur les services d'investissement du 2 juillet 1996 (« loi de modernisation des activités financières »)

3.2.2.1. Le nouveau cadre institutionnel des métiers des titres

Les services d'investissement et services connexes regroupent l'ensemble des métiers évoqués dans cette étude à l'exception des activités de diffusion d'information ou d'analyse financière. Ils ne peuvent être exercés que par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement agréés¹.

Le monopole de négociation des sociétés de bourse sur les marchés réglementés domestiques a été supprimé avant le vote de la loi du 2 juillet 1996. Cette activité peut désormais être exercée par les sociétés de bourse, devenues entreprises d'investissement, ainsi que par les établissements de crédit agréés comme membres du marché et les autres personnes autorisées à être membres d'un marché réglementé². Les exceptions qui permettent aux personnes non membres d'un marché de réaliser des négociations directes en bourse sont les mêmes que celles qui limitaient, dans la loi du 22 janvier 1988, l'ancien monopole des sociétés de bourse, à savoir les cessions de valeurs mobilières entre deux personnes physiques, entre sociétés dont l'une détient directement ou indirectement au moins 20 % du capital de l'autre, entre deux sociétés contrôlées par une même entreprise, entre sociétés d'assurance du même groupe, entre des organismes de retraite et leur société de gestion.

Si la logique statutaire de définition des acteurs est maintenue (en particulier par l'intermédiaire du statut d'établissement de crédit, distinct de celui d'entreprise d'investissement), elle n'est plus qu'un cadre général pour mettre en œuvre un agrément professionnel contenant un programme d'activité relatif à un ou plusieurs métiers des titres.

En effet, un agrément est nécessaire à deux niveaux : un « agrément institutionnel » est délivré, pour les établissements et les entreprises d'investissement, par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, tandis qu'un « agrément professionnel », fondé sur l'approbation d'un programme précis d'activité, est du ressort du Conseil des marchés financiers (CMF). L'approbation du programme d'activité portant sur la gestion de portefeuille pour compte de tiers est délivrée par la Commission des opérations de bourse. Lorsque ce service a vocation à être exercé à titre principal, à savoir par une société de gestion de portefeuille, l'agrément de l'entreprise d'investissement est délivré par la Commission des opérations de bourse.

Pour les succursales d'entreprises d'investissement européennes, la procédure de libre établissement et de libre prestation de services est analogue à celle qui est déjà applicable pour les succursales bancaires. Pour les prestataires de services d'investissement ayant leur siège social en France, elle relève de la compétence conjointe du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et du Conseil des marchés financiers. Enfin, complétant les dispositions de liberté d'établissement et de prestation de services, la loi inclut la liberté d'accès aux marchés réglementés ne nécessitant pas une présence effective de personnes physiques pour leur fonctionnement (marchés électroniques).

Outre l'approbation des programmes d'activité des prestataires de services d'investissement, le Conseil des marchés financiers, qui reprend les compétences dévolues antérieurement au Conseil des bourses de valeurs et au Conseil du marché à terme, a la responsabilité de l'élaboration du règlement général relatif aux services d'investissement (conditions d'exercice des métiers, principes déontologiques...) et du contrôle des établissements proposant les services d'investissement. Ce contrôle, spécifiquement centré sur les services d'investissement (« règles de bonne conduite »

¹ Le Trésor public, la Banque de France, les Instituts d'émission des DOM et TOM, La Poste, les entreprises d'assurance et de réassurance, les OPCVM, les entreprises fournissant des services d'investissement intra-groupe, gérant de l'épargne salariale ou fournissant des prestations occasionnelles ne sont pas soumis à la procédure d'agrément, mais ne bénéficient pas de la reconnaissance mutuelle.

² Personnes morales contrôlées par des entreprises d'investissement, solidairement et indéfiniment responsables, autres personnes habilitées à négocier à la date de publication de la loi (par exemple : négociateurs individuels de parquet du Matif), autres personnes habilitées par le Conseil des marchés financiers

garantissant la « protection des investisseurs » et la « régularité des opérations »), complète le contrôle institutionnel et prudentiel de la Commission bancaire, qui est étendu des établissements de crédit aux entreprises d'investissement.

Le contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et des activités de gestion de portefeuille exercées par d'autres entreprises d'investissement est du ressort de la Commission des opérations de bourse.

La Commission bancaire a reçu compétence en matière de surveillance prudentielle des entreprises d'investissement (normes de capital minimum, ratios prudentiels, examen des équilibres financiers globaux...). Dès lors, certaines normes prudentielles (le ratio de couverture des risques de marché en particulier) s'appliqueront uniformément aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, contribuant à l'équilibre des conditions concurrentielles. En pratique, au ratio de couverture des risques de la Société des bourses françaises, auquel sont actuellement soumises les sociétés de bourse, se substituera le dispositif transposé de la directive sur l'adéquation des fonds propres. Les autres normes prudentielles des sociétés de bourse seront progressivement remplacées par des règlements du Comité de la réglementation bancaire et financière, allant dans le sens d'un rapprochement entre les normes bancaires et celles issues de l'expérience de la surveillance des intermédiaires de titres¹. Les dispositions prudentielles du Matif, propres à ce marché et opposables à tous les intervenants, qu'ils soient établissements de crédit ou entreprises d'investissement, ne sont pas concernées en l'espèce.

S'agissant de l'organisation des marchés réglementés, la loi de modernisation des activités financières retient l'option de la concentration des ordres sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, dans les conditions énoncées par la directive (lieu de résidence de l'investisseur...).

Des dérogations au principe de concentration pourront toutefois être demandées par les investisseurs, dans certains cas bien délimités : transactions incluses dans, et nécessaires à, des conventions autres que des ventes simples — par exemple : crédit accompagné d'une prise en gage de titres cotés sur marché réglementé — ; demandes d'investisseurs résidents pour des transactions qui peuvent être conclues en dehors d'un marché réglementé selon les conditions de volume, de statut de l'investisseur et d'information de marché déterminées par le Conseil des marchés financiers.

3.2.2.2. Les conséquences possibles de ces dispositions sur les métiers des titres

L'impact général sur la localisation des activités

Les prestataires de services d'investissement, ayant leur siège dans un des pays de l'Union européenne, bénéficient désormais d'une liberté complète d'établissement et de prestation dans l'ensemble de l'Union, qui profite également aux filiales d'entreprises d'investissement ou d'établissements de crédit extra-européens agréés dans l'un des États membres. Les principaux groupes financiers ou bancaires extra-européens (en premier lieu, américains et japonais) détenant déjà des filiales agréées en tant qu'établissement de crédit ou entreprise d'investissement en Europe, ces dispositions bénéficient de fait aux principaux intervenants européens et extra-européens représentant la majeure partie du marché des services d'investissement.

Dès lors, la plupart des professionnels n'anticipent pas que l'entrée en vigueur de la loi du 2 juillet 1996 s'accompagne immédiatement d'une vague significative de création de nouveaux établissements de la part des groupes déjà installés en Europe. Par contre, des groupes qui, pour l'instant, ne sont pas installés en Europe pourraient être intéressés par l'établissement d'une filiale bénéficiant du passeport européen ou de la liberté de prestation. Les conditions d'agrément de telles filiales ne sont toutefois pas allégées par la directive sur les services d'investissement.

¹ Certaines réglementations spécifiques pourront cependant être maintenues.

Ces remarques concernent surtout les métiers « de gros » (intermédiation sur titres sous toutes ses formes, conservation...). Par contre, les métiers « de détail » (gestion, distribution auprès des particuliers ou des entreprises non bancaires...) pourraient bénéficier d'un surcroît d'offres par l'intermédiaire de la libre prestation de services. Le coût d'implantation de réseaux d'activités de détail étant élevé, la libre prestation peut en effet constituer une opportunité de développement d'une activité européenne, pour des sociétés d'investissement peu internationalisées et ne disposant pas de moyens de développement autonomes. Il est cependant peu probable, à l'instar de ce qui a pu être observé en matière bancaire, que cela représente, à court terme pour la place, des volumes d'activité importants.

Les dispositions de libre établissement et de libre prestation de services devraient donc venir conforter un mouvement d'internationalisation des activités financières et bancaires déjà largement réalisé, plutôt que créer un environnement véritablement nouveau. La prédominance du secteur bancaire, dont l'internationalisation est une caractéristique déjà ancienne sur la plupart des métiers des titres, contribue fortement à cet état de fait.

*L'impact sur l'organisation des marchés :
marchés réglementés – marchés non réglementés*

L'apparente continuité des dispositions légales et réglementaires en la matière peut être riche de bouleversements potentiels. En effet, si le principe de concentration des ordres prévaut pour les marchés qui figurent sur la liste des marchés réglementés, ce principe doit, toutefois, être mis en perspective.

L'adoption de ce principe garantit que les marchés de titres qui figureront sur ladite liste (la Bourse de Paris, le Monep, le Matif) devront rester des marchés centralisés. En contrepartie, les autres marchés (titres de créances négociables, dérivés de gré à gré...) ont l'assurance implicite de n'être pas contraints de s'organiser en marchés réglementés. Ils sont également reconnus par la loi (article 52) et, en contrepartie, sont soumis à certaines contraintes formelles. Par exemple, l'inclusion d'instruments financiers de gré à gré dans le champ de la loi du 2 juillet 1996 obligera les établissements engagés sur les marchés de gré à gré à notifier leur activité à l'autorité de contrôle du pays d'origine.

Par ailleurs, le dispositif prévu est suffisamment souple pour autoriser la négociation de titres en dehors des marchés réglementés, tout en encadrant les modalités, afin d'éviter une éventuelle dérive qui remettrait en cause l'organisation des marchés. La loi reconnaît implicitement, et sous réserve d'approbation du règlement de la Société des bourses françaises par le Conseil des marchés financiers, la validité des règlements de la Bourse de Paris qui autorisent, tout en leur fixant les limites, les transactions bilatérales. À ce jour, celles-ci ne concernent que des échanges sur blocs entre investisseurs professionnels ou institutionnels. Ces dispositions, qui seront probablement reprises dans le futur règlement du Conseil des marchés financiers, anticipent et encadrent les demandes croissantes des investisseurs les plus actifs de pouvoir négocier directement des volumes significatifs de titres cotés sur le marché central dans des conditions spécifiques de prix, et éventuellement de dénouement.

Bien que la plupart des intéressés (intermédiaires, autorités de marché, pouvoirs publics...) s'accordent sur la nécessité de maintenir l'intégrité et la primauté du marché central, le caractère inéluctable du développement d'un « marché de gros » parallèle au marché central n'est plus contesté. Si le marché central présente des avantages de sécurité, de transparence et d'équité dans la formation des prix, ceux-ci doivent être conciliés avec les intérêts d'investisseurs en nombre limité mais concentrant des volumes de transactions significatifs, faute de quoi la compétitivité de la place de Paris pourrait être menacée par des marchés plus avantageux pour ces derniers.

Les intermédiaires peuvent, en tant que contrepartie, trouver un créneau d'activité sur le négoce bilatéral de valeurs de marché central. En effet, le développement de transactions hors marché par des grands investisseurs implique, pour ces derniers, une « internalisation » des compétences et le développement de dispositifs techniques pointus et coûteux. Les coûts d'une telle stratégie pouvant excéder l'avantage de négocier sans courtage et à un prix différent du marché central, cette évolution devrait donc trouver en elle-même ses propres limites.

Cette tendance remet partiellement en cause le rôle central des entreprises de marché. Celles-ci peuvent cependant tirer profit du libre accès aux marchés qui fonctionnent sans requérir la présence effective de personnes physiques, en élargissant le champ des intermédiaires agréés par l'ouverture d'écrans de cotation délocalisés, réunissant les conditions d'un accroissement potentiel des volumes traités sur le marché central. À l'inverse, des marchés de l'espace européen pourront également délocaliser des écrans de négociation pour capter une part du volume des transactions de la place. Il devrait en résulter un renforcement de la concurrence entre marchés européens.

Au total, il apparaît qu'en ce qui concerne l'organisation des marchés, la transposition de la directive sur les services d'investissement accompagne les évolutions spontanées des marchés, tout en donnant aux autorités les moyens d'éviter leurs excès éventuels.

La remise en question de la notion de place financière et des conditions de la régulation des marchés de titres

L'environnement des marchés de titres se caractérise par l'intensification de la compétition entre marchés centralisés et réglementés et marchés de gré à gré, par le possible essor des négociations hors marché (dans certaines limites) d'instruments traités sur marchés centralisés et des négociations délocalisées sur l'ensemble des marchés reconnus de l'espace européen. Il se caractérise aussi par la concurrence sur l'exercice de certaines fonctions assurées par des systèmes de négociation privés et sur celles fournies par des systèmes réglementés par les autorités de marché.

Leur conjonction tend toutefois à remettre en cause la notion traditionnelle de place financière. Celle-ci n'est plus un lieu défini où se rencontrent exclusivement des professionnels au service du public, mais un espace abstrait, ouvert et défini par des fonctionnalités et des normes régulatrices. Les acteurs eux-mêmes sont moins considérés sous l'angle de leur droit à intervenir¹ sur le marché, que sur leur capacité (technique, financière) à y accéder.

Toutefois, la concurrence entre marchés, acteurs, ou produits n'implique pas nécessairement uniformisation ou centralisation sur un unique marché. Bien au contraire, dans un cadre désormais ouvert et concurrentiel, il y a place pour des stratégies de spécialisation, tant de la part des intervenants, sur les différents métiers, que des marchés eux-mêmes.

Dans ce contexte, le Conseil des marchés financiers, la Commission des opérations de bourse et la Commission bancaire, ont vocation à exercer, dans leurs domaines d'actions respectifs, une « surveillance transversale » d'acteurs, de produits et de marchés divers mais liés entre eux.

Par ailleurs, parallèlement à la formation d'un marché européen de capitaux, on devrait assister à une certaine convergence des normes et des méthodes de surveillance des autorités de contrôle des États membres.

¹ Bien que les marchés maintiennent des normes précises d'accès, pour des raisons élémentaires de sécurité systémique

Les profonds bouleversements qui ont affecté les métiers des titres au cours des dix dernières années se trouvent en quelque sorte formalisés dans un cadre normatif à l'occasion de la transposition de la directive sur les services d'investissement. Ouverture des marchés à tous les intervenants, banalisation des différents régimes juridiques, uniformisation des normes prudentielles... : loin de clore une évolution, ce nouveau dispositif juridique inaugure une période nouvelle, riche de potentialités. En effet, la création d'un marché de capitaux unifié est indissociable de la perspective de la monnaie unique. Dans un tel contexte, et compte tenu du poids potentiel de ce futur marché unique des capitaux parmi les grands marchés mondiaux, les principes de libre circulation, de libre implantation et d'harmonisation des normes prudentielles pourraient s'étendre bien au-delà de l'Union européenne.

ANNEXE 1

**ANNEXE STATISTIQUE
SUR LES PRINCIPAUX MARCHÉS DE LA PLACE**

1. Les marchés secondaires

1.1. La Bourse de Paris

VOLUMES DES TRANSACTIONS SUR LES ACTIONS			
	(en milliards de francs)		
	1995	1994	1993
ACTIONS FRANÇAISES.....	1 034,6	1 096,8	956,5
Variation annuelle en pourcentage.....	- 5,7	14,7	-
dont :			
<i>— Règlement mensuel</i>	992,7	1 018,3	898,1
<i>— Comptant</i>	12,7	42,9	32,2
<i>— Second marché</i>	27,6	35,6	26,2

Sources : Société des bourses françaises – Commission des opérations de bourse

1.2. Le marché obligataire

VOLUME DES TRANSACTIONS SUR OBLIGATIONS D'ÉTAT (y compris mises et prises en pension livrée)			
	(en milliards de francs)		
	1995	1994	1993
OBLIGATIONS D'ÉTAT.....	34 200	23 500	20 665
Variation en pourcentage.....	45,5	13,7	-

Source : Sicovam SA

ANNEXE 1 (suite)

1.3. Le Monep

VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MONEP			
	1995	1994	Variation (en pourcentage)
NOMBRE DE CONTRATS	8 618 406	8 825 151	- 2,3
dont : Options sur actions.....	3 179 117	3 073 681	- 3,4
Options sur indice court.....	3 013 926	2 755 289	- 9,4
Options sur indice long.....	2 425 363	2 996 181	- 19,1
MONTANT DES PRIMES (en milliards de francs)	25 774,0	31 475,3	- 18,1
dont : Options sur actions.....	3 797,3	5 059,0	- 25,0
Options sur indice court.....	12 051,4	15 412,8	- 21,8
Options sur indice long.....	9 925,3	11 003,5	- 9,8

Source : Société des bourses françaises

1.4. Le Matif

VOLUME DE CONTRATS NÉGOCIÉS		
	(en millions)	
	1995	1994
TOTAL	71,0	93,4
Variation (en pourcentage).....	- 23,9	29,3

Source : Matif SA

1.5. Les marchés des bons du Trésor et des titres de créances négociables

TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET DES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES ENREGISTRÉES PAR SATURNE (a)						
	(en milliards de francs)					
	Certificats de dépôt et bons IFS	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables	Bons du Trésor (BTF, BTAN)	Total hors bons du Trésor	Total général
Année 1993	166	18	243	19 673	426	20 100
Année 1994	260	43	154	23 306	457	23 763
Année 1995	492	131	140	40 043	764	40 806

(a) Les transactions éventuellement dénouées sur d'autres systèmes de règlement ne sont pas reprises dans ce tableau.

Source : Banque de France
Service des Adjudications et de la Gestion des titres de créances négociables

ANNEXE 1 (suite)

1.6. Les marchés d'instruments dérivés de gré à gré

Par nature, les volumes de transaction et les encours ne peuvent être estimés qu'avec un certain degré d'approximation. D'une part, aucun organisme centralisateur n'en tient régulièrement les statistiques¹; d'autre part, à la différence des marchés de titres de gré à gré qui donnent lieu à des livraisons sur des systèmes centralisés (Relit et Saturne) permettant un suivi des transactions, ces instruments ne font pas l'objet d'une compensation centralisée (suivie d'un dénouement en cas de livraison du sous-jacent sur contrats à terme).

TRANSACTIONS SUR LES MARCHÉS D'INSTRUMENTS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

(en milliards de dollars)

	Valeur de marché (a)	Volumes quotidiens d'activité
Instruments dérivés de gré à gré		
— de change.....	93	36
— de taux d'intérêt.....	97	19
<i>dont « swaps » de taux.....</i>	83	13
— sur indices boursiers.....	12	nd
TOTAL	202	55

(a) Avant tout « netting » des positions
nd : non disponible

Sources : Banque de France (enquête)
Banque des règlements internationaux (données arrêtées en avril 1995,
à partir d'un échantillon représentatif de banques déclarantes)

¹ Le Comité euromonnaie de la Banque des règlements internationaux étudie cependant la mise en œuvre d'un système de déclarations périodiques de ces opérations, destiné à compléter l'enquête tri-annuelle effectuée pour la première fois en 1995.

ANNEXE 1 (fin)

2. Les marchés primaires

ÉMISSIONS DE VALEURS DU TRÉSOR					
	(en milliards de francs)				
	Programme indicatif pour 1996	Variation (en pourcentage)	Programme effectif pour 1995	Variation (en pourcentage)	Programme effectif pour 1994
OAT.....	270	2,7	263	2,0	258
BTAN.....	250	4,2	240	2,6	234
TOTAL.....	520	3,4	503	2,2	492

Source : Ministère des Finances

ÉMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCES COTÉS HORS EMPRUNTS D'ÉTAT ET DE TITRES DE CAPITAL PAR APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE			
	1995	Variation (en pourcentage)	1994
Emprunts obligataires.....	101,5	- 3,5	105,2
Obligations pouvant donner accès au capital.....	6,5	- 76,0	27,1
Titres subordonnés et autres emprunts spécifiques.....	4,6	- 16,5	5,5
SOUS-TOTAL TITRES DE CRÉANCES COTÉS.....	112,6	- 18,3	137,8
Actions cotées au règlement mensuel.....	29,3	- 50,6	59,3
Actions cotées au comptant.....	4,7	- 32,0	6,9
Actions cotées sur le second marché.....	2,0	- 28,6	2,8
SOUS-TOTAL TITRES DE CAPITAL COTÉS.....	36,0	- 47,8	69,0

Source : Commission des opérations de bourse

ANNEXE 2

LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'INTERMÉDIAIRES

1. Les intermédiaires contrepartistes

1.1. Sur actions cotées à la Bourse de Paris et sur le Monep

– La tenue et l'animation du marché

Les entreprises de marché désignent pour chaque valeur inscrite à la cote officielle (règlement mensuel ou comptant) ou au second marché, un intermédiaire animateur de marché¹, sur proposition de l'émetteur, qui est chargé de suivre la cotation de la valeur pour laquelle il est désigné. Il doit, en particulier, régulariser le cours de cette valeur dans le cadre d'un « contrat de liquidité ». À cette fin, il garantit un volume minimum de négociation et une fourchette de prix achat-vente.

L'animateur de marché n'a pas de monopole sur les transactions (à la différence de ce que l'on constate sur d'autres marchés), mais bénéficie de la gratuité des transactions vis-à-vis des organismes de marché.

Sur le Nouveau marché, il a été prévu un statut élargi de teneur de marché : l'« introducteur-teneur de marché » (ITM). Celui-ci, d'une part, prépare le dossier d'introduction en bourse, réalise une analyse détaillée de la valeur et fixe le prix d'offre avec les autorités du nouveau marché et, d'autre part, s'engage pour au moins trois ans à afficher des prix d'achat et de vente en permanence. Cette fonction est d'autant plus fondamentale que le marché de la valeur concernée est étroit.

Le Monep dispose d'une organisation comparable. Des teneurs de marché sont agréés parmi les sociétés de bourse ou leur filiales de contrepartie ou les établissements de crédit.

– La contrepartie en bourse

(incluse dans le concept de « négociation pour compte propre »
dans la loi du 2 juillet 1996, la contrepartie n'est pas explicitement définie
dans le nouveau cadre législatif)

L'intermédiation contrepartiste en général, c'est-à-dire l'achat et la vente sur le marché central dans le cadre d'une activité d'intermédiaire, au-delà des fonctions de teneur de marché sur une valeur spécifique, qui n'en constitue que l'une des modalités possibles, est réglementée.

Lorsqu'il intervient pour un client, l'intermédiaire contrepartiste est rémunéré par l'écart de prix achat-vente et doit renoncer aux commissions de courtage, s'il a lui-même négocié les titres en bourse.

Outre la contrepartie en régularisation de marché, les activités de contrepartie en bourse incluent :

– la contrepartie ordinaire : l'intermédiaire s'interpose, en prenant des positions pour compte propre au prix affiché sur le marché central, entre un acheteur et un vendeur, mais sans quotient minimum de transactions ni engagement d'affichage de prix. Une transaction de ce type peut éventuellement être réalisée hors bourse, sur la base du dernier cours de clôture ;

¹ Qui devait être obligatoirement une société de bourse jusqu'au 14 février 1996

– la contrepartie sur blocs de titres : la transaction est également réalisée en bourse¹, mais porte sur une quotité minimum dénommée « taille normale du bloc » (TNB)². Bien qu'éventuellement réalisées en séance, ces transactions se rapprochent d'opérations de gré à gré dans la mesure où le prix ne correspond pas à la fourchette achat-vente affichée mais à la moyenne des prix constatés par les autorités de marché pour des transactions de montant équivalent³.

Pour les catégories de transaction précitées, les intervenants, même lorsqu'ils négocient sur le marché central *via* le système CAC, peuvent procéder à une « application » qui constitue un pré-arrangement sur un prix et une quantité.

– *La contrepartie exclusivement bilatérale (hors bourse)*

Ces transactions ne concernent que les blocs dits « structurants », dont la dimension peut influer significativement sur la géographie du capital des émetteurs. En 1995, les seuils minimum déterminant la nature « structurante » d'un bloc ont été réduits de 10 % à 5 % du capital de l'émetteur et, de 500 millions de francs à 100 millions. Pour ces transactions hors marché, un écart de prix maximum de 10 % par rapport au prix du marché central est autorisé.

1.2. Sur le Matif

Les établissements de crédit ou les sociétés de bourse qui souhaitent accéder au statut de teneur de marché doivent obtenir un agrément spécifique. Cette fonction est incompatible avec les autres fonctions d'intermédiation. Le teneur de marché doit disposer de moyens adéquats et se conformer à un cahier des charges distinct selon le type de contrat Matif sur lequel il souhaite intervenir. Les cahiers des charges fixent pour chaque contrat les volumes minima de transactions, les obligations d'affichage de prix et les écarts maxima achat-vente.

Ces cahiers des charges concernent principalement les contrats les moins liquides (options sur contrats à terme et sur devises) pour lesquels l'intervention de contrepartistes spécialisés est nécessaire⁴. En contrepartie, et à l'instar de la Bourse de Paris, les commissions institutionnelles prélevées par Matif SA sont allégées.

1.3. Sur valeurs du Trésor et valeurs du secteur public

La fonction de teneur de marchés sur le marché secondaire de valeurs du Trésor et du secteur public est assurée par des spécialistes sur valeurs du Trésor (SVT), sur valeurs du secteur public (SVSP) ou des spécialistes en pension sur valeurs du Trésor (SPVT)⁵ dont l'agrément est délivré par le ministère des Finances. Ces intermédiaires jouent en outre un rôle prépondérant dans les adjudications des valeurs du Trésor et doivent assurer la liquidité du marché.

¹ Avec la possibilité de nouer les transactions hors séance de bourse

² La taille normale du bloc est définie au cas par cas pour environ quarante valeurs très liquides, dont la liste est trimestriellement actualisée par les autorités du marché, mais elle ne peut être inférieure à 2,5 % des transactions quotidiennes ou à un montant de 500 milliers de francs. Par ailleurs, en février 1996, l'ex-Conseil des bourses de valeurs a créé une nouvelle catégorie de blocs ordinaires, d'un montant minimum équivalent à cinq fois la taille normale du bloc d'une valeur (soit au minimum 2,5 millions de francs), la « Super fourchette moyenne pondérée » (« Super-FMP »). Pour cette catégorie de bloc, l'affichage du prix peut ne pas être permanent, les transactions étant *a priori* moins fréquentes sur ces ensembles de titres.

³ Pour certaines valeurs, l'autorisation d'être négociées en bloc est permanente, pour d'autres l'autorisation est donnée pour une période temporaire d'un mois renouvelable.

⁴ Ainsi, par exemple, le cahier des charges des teneurs de marché des options sur contrat à terme notionnel impose une présence permanente aux heures de cotations pour répondre aux offres et demandes du marché, un affichage de prix achat-vente permanent sur les prix d'exercice les plus « proches de la monnaie » (sauf en cas de suspension de cotation), un affichage de prix à la demande sur les prix d'exercice plus « loin de la monnaie », un écart maximum de prix achat-vente (10 points de base sur les prix d'exercice « autour de la monnaie », 20 points de base pour les autres prix d'exercice), un engagement de cotation sur vingt contrats maximum, et une activité minimum de 5 % des transactions mensuelles.

⁵ La clarification du cadre légal des pensions livrées a été l'occasion de créer, en 1994, un statut de spécialistes en pensions sur valeurs du Trésor et a permis de mettre en place un système de compensation et d'appels de marge présentant des caractéristiques analogues à celles d'un marché organisé. Depuis 1996, le statut des SVT et SPVT est unifié.

Ces spécialistes sont tenus d'appliquer les cahiers des charges du ministère des Finances, élaborés en 1986 et actualisés en 1994. Ils doivent notamment disposer d'au moins 300 millions de francs de fonds propres, d'un établissement stable à Paris qui assure la négociation sur la place, ainsi que des équipes locales de vente et de post-marché. Opérationnellement, ils doivent détenir une part minimum de 3 % du total des transactions pour chaque catégorie de produits en francs et 2 % pour les produits en écus. Ils doivent également intervenir lors des adjudications à hauteur d'au moins 2 % des volumes annuels de chaque catégorie de valeurs.

Les spécialistes en valeurs du Trésor ont constitué, sous forme d'un établissement de crédit dont ils partagent le capital, un courtier inter-spécialistes en valeurs du Trésor qui permet, grâce à l'anonymat des transactions et une gestion appropriée des flux d'ordres, de « fluidifier » le marché et de contribuer à l'affichage des meilleures fourchettes de prix.

1.4. Sur obligations

Les activités contrepartistes sur obligations ne sont pas limitées aux spécialistes en valeurs du Trésor, qui ne disposent d'aucun monopole de négociation. Des intervenants (établissements de crédit, sociétés de bourse ou de contrepartie) peuvent effectuer des opérations de « contrepartie ordinaire » sans agrément de spécialistes en valeurs du Trésor, en bourse ou hors séance.

2. *Les intermédiaires ducroire*

Les intermédiaires ducroire sont des adhérents à des marchés réglementés qui, lorsqu'ils sont teneurs de compte et désignés commissionnaires des donneurs d'ordres, participent à la garantie de bonne fin des transactions dans le cadre des procédures applicables sur ces marchés. Ce mode d'intermédiation n'a donc pas de raison d'être sur un marché de gré à gré décentralisé. Chacun des trois marchés réglementés a établi des agréments spécifiques pour les membres des marchés exerçant cette activité (cf. 1.1.3. tableau).

3. *Les intermédiaires non ducroire*

Ces intermédiaires limitent leur activité à la négociation, pour compte de la clientèle, sans intervenir dans le dénouement ou la compensation. Il s'agit des négociateurs purs (NP) à la Bourse de Paris et sur le Monep, des négociateurs-courtiers (NEC) sur le Matif, et des agents des marchés interbancaires (AMI) sur les marchés de gré à gré de titres de créances négociables et de dérivés.

Les transactions négociées sur un marché réglementé par un négociateur sont obligatoirement dénouées ou compensées par un intermédiaire ducroire qui effectue cette opération et en garantit la bonne fin. Lorsqu'ils agissent en tant que négociateurs, les intermédiaires ducroire interviennent dans les mêmes conditions qu'un négociateur pur.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
Introduction.....	96
1. Les métiers des titres : le rôle et le poids économique des différents acteurs.....	98
1.1. L'intermédiation sur titres.....	98
1.1.1. Les différents modes d'intermédiation	98
1.1.2. Les marchés d'instruments financiers de la place	99
1.1.2.1. Les marchés réglementés et centralisés.....	99
– <i>La Bourse de Paris</i>	99
– <i>Le Monep</i>	100
– <i>Le Matif</i>	100
1.1.2.2. Les marchés totalement ou partiellement de gré à gré.....	101
– <i>Le marché obligataire</i>	101
– <i>Les marchés des bons du Trésor et des titres de créances négociables</i>	101
– <i>Les marchés d'instruments dérivés de gré à gré</i>	102
1.1.3. Les différentes catégories d'intermédiaires	102
1.1.4. Essai de quantification des volumes d'activité des différentes catégories d'intervenants	103
1.1.4.1. L'intermédiation en bourse.....	103
1.1.4.2. La présence prépondérante des établissements de crédit sur les autres marchés d'intermédiation	106
– <i>Le Matif</i>	106
– <i>Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)</i>	106
1.1.4.3. L'intermédiation non ducroire de gré à gré : l'exemple des agents des marchés interbancaires	107
1.1.4.4. La part des établissements de crédit dans les activités d'intermédiation	108
– <i>Le partage des activités d'intermédiation par grandes catégories d'établissements de crédit</i>	108
– <i>La part globale des établissements de crédit dans les activités d'intermédiation après prise en compte du contrôle du capital des différentes catégories d'intermédiaires</i>	109
1.1.5. Les métiers du marché primaire.....	111

1.2. Le post-marché.....	111
1.2.1. Les systèmes centraux.....	112
1.2.1.1. La circulation des flux : compensation et règlement-livraison.....	112
– <i>La compensation sur les marchés organisés réglementés</i>	112
– <i>Le règlement-livraison des titres.....</i>	114
1.2.1.2. La centralisation des stocks : Sicovam SA (actions, obligations).....	116
1.2.2. La nature des activités de post-marché.....	116
1.2.2.1. Le traitement des flux post-marché sur titres.....	116
1.2.2.2. La gestion des stocks de titres.....	116
1.2.3. Les fonctions des différents intervenants des métiers de post-marché	117
1.2.3.1. Les compensateurs (pour les marchés centralisés).....	117
1.2.3.2. Les conservateurs-teneurs de compte	117
1.2.4. Les principales évolutions en cours : concentration du nombre d'intervenants et développement des services transfrontière.....	120
1.2.4.1. Le développement du « <i>global custody</i> »	120
1.2.4.2. La concurrence renforcée des organismes de « <i>clearing</i> » internationaux	121
1.3. La gestion et la distribution de produits financiers	122
1.3.1. La gestion	122
1.3.1.1. Le cadre juridique de la fonction de gestionnaire.....	122
1.3.1.2. La gestion collective.....	123
– <i>L'organisation de la gestion collective</i>	123
– <i>La gestion collective en chiffres</i>	124
1.3.1.3. La gestion pour compte des investisseurs institutionnels.....	124
1.3.1.4. La gestion individuelle.....	126
1.3.2. La distribution	127
1.3.2.1. Le cadre juridique.....	127
1.3.2.2. Données chiffrées sur la distribution des produits de gestion collective ...	127
1.4. Les métiers connexes.....	128
1.4.1. La diffusion d'informations	128
1.4.2. L'analyse financière	129
1.4.3. Le conseil en investissement.....	129
1.5. Les activités de négociation et d'investissement pour compte propre.....	129

2. Les risques des métiers des titres.....	131
2.1. Les risques de marché et de crédit affectant les titres.....	131
2.1.1. La typologie des risques de marché et de crédit	131
2.1.2. L'exposition aux risques de marché et de crédit des différents types d'intervenants.....	132
2.1.2.1. Les risques de marché	132
2.1.2.2. Les risques de crédit ou de contrepartie.....	133
2.1.3. La gestion des risques de marché et de crédit sur les titres	133
2.2. Un aspect particulier du risque de contrepartie : le risque conservateur.....	134
2.2.1. Les différents aspects du risque conservateur.....	134
2.2.2. Les protections contre le risque conservateur.....	135
2.3. Les risques commerciaux et opérationnels.....	135
2.3.1. Le risque commercial	135
2.3.2. Les risques opérationnels	136
2.4. Les risques juridiques.....	137
2.4.1. Les risques juridiques du dépositaire.....	137
2.4.2. Les risques juridiques de l'intermédiaire	137
2.4.3. Les difficultés juridiques soulevées par l'internationalisation des métiers des titres	137
2.4.3.1. La multiplicité des droits applicables.....	137
2.4.3.2. La défaillance d'une partie à l'opération internationale.....	138
2.5. Les règles déontologiques.....	138
2.5.1. La déontologie des collaborateurs.....	138
2.5.2. La démarche déontologique	139
3. Perspectives d'évolution des métiers des titres.....	139
3.1. Les grands facteurs d'évolution des métiers des titres.....	139
3.1.1. L'évolution technologique	139
3.1.2. L'évolution économique : segmentation et concentration.....	141
3.1.2.1. L'intermédiation sur titres	141
3.1.2.2. La conservation.....	142
3.1.2.3. La gestion et la distribution de produits financiers.....	142
3.1.3. L'environnement monétaire : la perspective de la monnaie unique	143
3.1.3.1. L'intermédiation	144
3.1.3.2. La conservation.....	144
3.1.3.3. La gestion.....	144

3.2. Les conséquences probables de la transposition de la directive sur les services d'investissement sur les activités de titres.....	145
3.2.1. Les grandes lignes de la directive sur les services d'investissement.....	145
3.2.1.1. La liberté d'établissement et de prestation.....	145
3.2.1.2. La définition des marchés réglementés	145
3.2.2. Les grandes lignes de la loi de transposition de la directive sur les services d'investissement du 2 juillet 1996 (« loi de modernisation des activités financières »).....	146
3.2.2.1. Le nouveau cadre institutionnel des métiers des titres	146
3.2.2.2. Les conséquences possibles de ces dispositions sur les métiers des titres.....	147
– <i>L'impact général sur la localisation des activités</i>	147
– <i>L'impact sur l'organisation des marchés : marchés réglementés – marchés non réglementés</i>	148
– <i>La remise en question de la notion de place financière et des conditions de la régulation des marchés de titres</i>	149
Conclusion.....	150
ANNEXE 1 : ANNEXE STATISTIQUE SUR LES PRINCIPAUX MARCHÉS DE LA PLACE	151
1. Les marchés secondaires	151
1.1. La Bourse de Paris	151
1.2. Le marché obligataire	151
1.3. Le Monep.....	152
1.4. Le Matif	152
1.5. Les marchés des bons du Trésor et des titres de créances négociables	152
1.6. Les marchés d'instruments dérivés de gré à gré.....	153
2. Les marchés primaires	154
ANNEXE 2 : LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'INTERMÉDIAIRES	155
1. Les intermédiaires contrepartistes.....	155
1.1. Sur actions cotées à la Bourse de Paris et sur le Monep	155
1.2. Sur le Matif.....	156
1.3. Sur valeurs du Trésor et valeurs du secteur public.....	156
1.4. Sur obligations	157
2. Les intermédiaires ducroire	157
3. Les intermédiaires non ducroire.....	157

COMPORTEMENT D'ENDETTEMENT ET RISQUES : APPORTS ET LIMITES D'UNE APPROCHE EN TERMES DE TAILLE¹

L'existence de divers comportements financiers, liés entre autres à un effet-taille, est testé sur la période 1990-1993. Dans ce but, en référence à la théorie de l'information, les différents déterminants de la structure financière de la firme ont été identifiés et leur poids respectif dans la formation de celle-ci a été évalué selon la taille. Une analyse de données souligne l'extrême hétérogénéité des situations au travers de différentes classes d'entreprises.

BERNARD PARANQUE
Observatoire des entreprises

SYLVIE CIEPLY
Université Lumière Lyon II
Centre de recherche Monnaie-Finance-Banque – Gate

■ Alors que les grandes entreprises étaient plus endettées que les PME au début des années quatre-vingt, la hiérarchie s'est inversée en milieu de décennie. Toutefois, les petites et moyennes entreprises sont simultanément plus rentables.

■ La théorie de l'information fournit un cadre permettant d'appréhender les déterminants de la structure financière des entreprises. En particulier les asymétries d'information et les coûts d'agences à engager pour les réduire permettent d'identifier des

¹ Étude réalisée dans le cadre de la convention signée entre la Banque de France et le Centre de recherche Monnaie-Finance-Banque de l'Université Lyon-II et présentée aux XIII^e Journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Aix-en-Provence, les 6 et 7 juin 1996

différences de comportement selon la taille des sociétés.

■ L'existence d'un risque d'investissement sous-optimal et le rôle de signalement joué par la rentabilité financière semblent confirmés par une analyse économétrique. En revanche, la vraisemblance du mécanisme d'auto-révélation n'est pas vérifiée. Un effet-taille significatif opposerait principalement les entreprises de moins de 2 000 salariés aux entreprises de plus de 2 000 salariés. Il y a donc place dans l'étude du financement des entreprises pour des analyses portant plus spécifiquement sur cette zone intermédiaire, qui correspond au « *Mittelstand* » allemand. Ce seuil de 2 000 salariés est aussi une approximation des possibilités d'accès aux marchés financiers, ce qui permettrait, sur le critère des modalités de financement, de définir une PME comme une entreprise dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé.

■ Le critère de la taille n'est cependant pas suffisant pour différencier les entreprises selon leur structure financière. En effet, une analyse de données indique l'existence de trois principaux déterminants du financement des entreprises : le risque d'une politique d'investissement sous-optimale, le signalement de la qualité de la firme et enfin seulement l'influence du coût des ressources externes. La gestion de ces déterminants ne dépend pas seulement de la taille de l'entreprise. Si les entreprises de moins de 2 000 salariés sont plus endettées, la causalité faible taille ⇒ fort risque ne semble pas vérifiée. En effet, les catégories d'entreprises dominées par les firmes de 100 à 500 salariés se rencontrent à la fois dans la population à haut risque et dans celle à faible risque. De même, la grande taille n'est pas toujours liée à une situation de faible risque, puisqu'on rencontre également des grandes entreprises (plus de 2 000 salariés) dans ces deux sous-populations. Seules, les entreprises de moins de 100 salariés apparaissent plus fréquemment risquées mais elles font souvent preuve d'un plus grand dynamisme, particulièrement en matière d'investissement et d'emploi.

Depuis le repli de l'activité économique enregistré dès 1990, suivi d'une récession culminant en 1993 et d'une reprise fragile les années suivantes, de nombreuses interrogations se sont fait jour sur la situation financière des PME.

Deux hypothèses sont avancées.

– Les PMI porteraient prioritairement le fardeau d'une politique monétaire stricte (Hubbard, 1995). Un changement de politique monétaire exerce un effet discriminatoire notable sur les entreprises de petite dimension, que ce soit dans le cadre du canal strict du crédit (diminution du volume de crédits octroyés à cette clientèle) ou du canal large du crédit (diminution de la richesse nette des emprunteurs et hausse de la différence de coût entre financement interne et financement externe).

– Les PME subiraient également, de façon permanente, un écart dans les conditions d'accès au crédit (*capital gap*). L'analyse comparée des petites et des grandes entreprises révèle en effet des structures financières très différentes. Un écart dans les conditions d'accès au crédit est en général défini par deux caractéristiques. Tout d'abord, on note un coût d'accès au financement plus élevé pour les petites entreprises. Cette caractéristique est soulignée sur le cas français par Mireille Bardos (1995). Ensuite, on constate, chez ces dernières, un déficit de financement de longue période que ce soit par émission d'actions ou par emprunts bancaires. Cette caractéristique a comme corollaire un endettement à court terme important qui explique la plus forte sensibilité aux variations de la conjoncture. Tamari (1980) met en évidence la permanence de ce constat sur l'ensemble des pays industrialisés. Les analyses de la Banque de France, soulignant l'importance de l'endettement à court terme des petites entreprises, semblent confirmer l'existence d'un écart dans les conditions d'accès au crédit en France selon la dimension des firmes (Beau, 1991 ; Boissonade et Tournier, 1996).

Ces facteurs financiers sont centraux dans certaines analyses étudiant, par exemple, les différences de sensibilité aux variations de la conjoncture entre les systèmes productifs français et allemand, voire japonais. Il est vrai que les transformations de la sphère financière française ont été nombreuses et radicales durant les années quatre-vingt et qu'elles ont pu modifier les conditions générales de l'allocation des ressources financières. En effet, les engagements importants des banques, en particulier dans l'immobilier et la nécessité de restaurer leur rentabilité (Chanel-Reynaud, 1995 ; Cieply, 1995) les ont conduites à renforcer leur gestion du risque de crédit (Conseil national du crédit, 1995). Cet effort a pu se traduire par une sélectivité accrue des établissements de crédit dans l'octroi des prêts, aboutissant à l'abandon de projets d'investissements, et à un accroissement de l'incertitude quant aux perspectives de croissance.

Pour contribuer à éclairer les enjeux de ces interrogations, le présent article tente :

- d'apporter des éléments de réponses sur la spécificité des structures financières des entreprises ;
- de vérifier la pertinence des hypothèses faites quant à leur comportement d'endettement ;
- de préciser les limites d'une approche du risque en termes de taille des entreprises.

Pour ce faire, un bref rappel de la situation économique et financière des PME et des grandes entreprises de l'industrie est effectué (cf. 1.). L'identification des déterminants de la structure financière et le choix des variables comptables (cf. 2.) permettent ensuite d'analyser, à l'aide de régressions, les comportements d'endettement des entreprises selon leur taille (cf. 3.). Les limites de l'effet-taille, comme cause du risque, sont alors précisées, grâce à une analyse de données (cf. 4.).

PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON PAR TAILLE EN 1993

Variables	Ensemble	≤ 100	101 à 500	501 à 2 000	> 2 000
Nombre d'entreprises.....	12 118	8 927	2 542	546	103
Structure de l'échantillon en effectif.....	100,0	16,7	26,8	24,8	31,7
Structure de l'échantillon en pourcentage.....	100,0		43,5		56,5
Structure exhaustif INSEE en pourcentage.....	100,0		56,9		43,1
Taux de couverture.....	50,1		38,3		65,7

L'échantillon retenu est constitué d'entreprises industrielles adhérent à la Centrale de bilans deux années consécutives pour chaque année. La structure de l'échantillon est stable sur la période étudiée et reflète une surreprésentation des grandes entreprises (56 %) par rapport à la part de cette catégorie de sociétés dans la population exhaustive (43,1%).

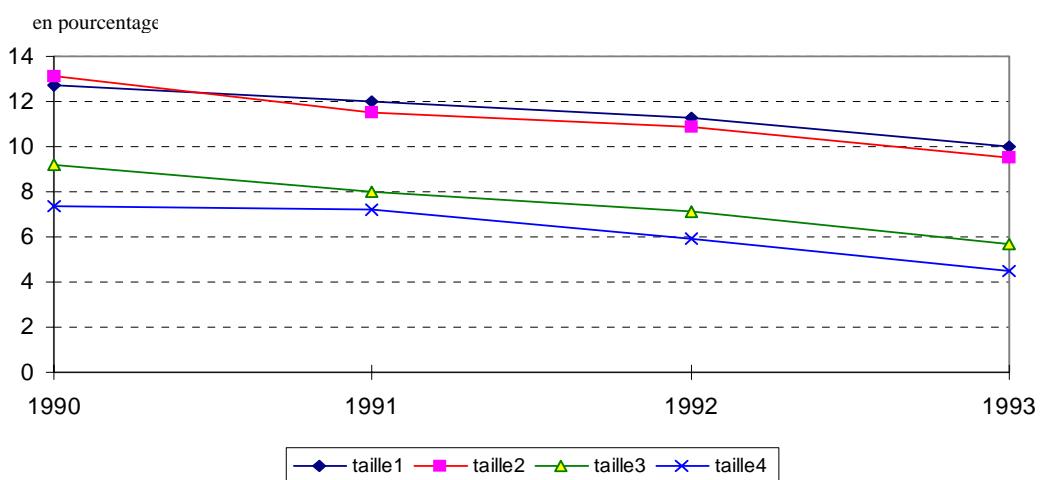
Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 16 juin 1995

1. La situation financière des entreprises industrielles selon leur taille

Alors que les grandes entreprises étaient, au début de la décennie quatre-vingt, plus endettées que les PMI, cette situation s'est inversée à partir de 1986 (Paranque, 1992). Depuis lors, l'endettement des PMI, en particulier à court terme, est de façon constante supérieur au niveau d'endettement des grandes entreprises. L'épisode récessif des années 1990-1993 ne modifie pas cet état de fait. L'année 1993 est intéressante du fait de sa nature de période charnière avant la reprise de 1994. Dernière phase du cycle de repli de l'activité après le retournement du cycle de croissance de 1985-1989, elle se caractérise avant tout par un désendettement destiné à gérer la contrainte de solvabilité dans un contexte de forte récession. Sur l'ensemble de la population, le taux d'endettement¹ continue en effet de diminuer sur la période 1990-1993.

CONCOURS BANCAIRES COURANTS/CAPITAL ENGAGÉ



Taille 1 : de 20 à 100 salariés
Taille 2 : de 101 à 500 salariés

Taille 3 : de 501 à 2 000 salariés
Taille 4 : > 2 000 salariés

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 16 juin 1995

¹ Endettement/capital engagé

Cependant, malgré cette tendance générale, la politique financière diffère très sensiblement selon la taille des entreprises, en particulier, selon leurs possibilités d'accès aux marchés financiers et les modalités de gestion de la société, le propriétaire se confondant de moins en moins avec le dirigeant quand la taille de la firme augmente. Cette politique correspond à un comportement d'investissement spécifique des PMI que la récession de la période 1990-1993 ne semble pas avoir sensiblement modifié bien qu'elle en atténue l'ampleur : le taux d'accumulation y reste supérieur à celui des grandes et surtout très grandes entreprises. Néanmoins, alors que la moindre autonomie des PMI est généralement considérée comme un facteur de risque supplémentaire, cette catégorie d'entreprises réalise des rentabilités généralement supérieures à celles des grandes entreprises, ce qui devrait, théoriquement, modifier l'analyse du risque (Jullien et Paranque 1995 ; Paranque 1992, 1994).

TAUX D'ENDETTEMENT, TAUX D'ACCUMULATION ET RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE												
	1990			1991			1992			1993		
	Taux d'endettement	Taux d'accumulation	Rentabilité économique	Taux d'endettement	Taux d'accumulation	Rentabilité économique	Taux d'endettement	Taux d'accumulation	Rentabilité économique	Taux d'endettement	Taux d'accumulation	Rentabilité économique
≤ 100 (taille 1)	30,7	17,3	17,5	29,6	15,1	16,3	27,9	13,2	14,5	25,5	10,6	12,9
101 à 500 (taille 2)	29,1	16,3	15,6	27,1	14,3	14,2	26,0	12,4	13,0	23,6	10,1	11,5
501 à 2 000 (taille 3)	21,9	14,7	15,1	19,7	13,3	14,1	18,5	11,8	12,9	15,9	9,6	11,8
> 2 000 (taille 4)	20,1	14,4	13,0	19,2	13,2	12,2	16,7	10,8	11,5	15,3	9,2	10,4
Source et réalisation :	Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58											
	Mise à jour le 16 juin 1995											

Dès lors, la diminution du taux d'endettement traduit, outre la volonté d'atténuer la contrainte de solvabilité, la réduction des besoins de financement consécutive à la baisse de l'activité, en particulier liée à l'accumulation et aux besoins en fonds de roulement.

Au total, le ralentissement conjoncturel a pesé sur les rentabilités des entreprises :

- la rentabilité économique se réduit, surtout dans les entreprises de moins de 2 000 salariés. Toutefois, dans les petites PMI, elle reste supérieure, y compris en 1993, à celle des très grandes entreprises ;
- la rentabilité financière nette, elle aussi en diminution, n'est guère différente d'une taille à l'autre, sauf en 1991 et 1993, dates auxquelles elle est plus faible dans les très grandes entreprises.

2. Les déterminants des structures financières des entreprises

Le point de vue adopté dans le cadre de l'étude est celui d'un investisseur financier externe qui arbitre ses décisions afin d'optimiser sa richesse.

2.1. Le cadre théorique

Dans l'analyse des déterminants de la structure financière de la firme susceptibles d'optimiser sa valeur au sens de la théorie néo-classique, c'est-à-dire la valeur actuelle des flux de revenus créés par l'activité de l'entreprise, la théorie financière a opposé successivement deux thèses.

La *thèse de la neutralité*, établie par Modigliani et Miller (1958), démontre que la valeur de la firme et sa politique d'investissement sont indépendantes de sa structure financière. Mais cette démonstration reposait sur la stricte condition de l'existence d'un marché de capitaux complet et parfait.

La *thèse de non-neutralité* met en évidence l'existence d'un taux d'endettement optimal qui permet de maximiser la valeur de la firme. Elle repose sur la levée successive des principales hypothèses du modèle de Modigliani et Miller. Dans le cadre de cette approche, quatre catégories de travaux peuvent être distinguées.

– Un premier groupe d'analyses incorpore au *corpus théorique* de Modigliani et Miller (1958) l'existence de la fiscalité. L'introduction de la fiscalité sur les sociétés implique alors la manifestation d'un effet de levier positif de l'endettement sur la valeur de la firme (Modigliani et Miller, 1963). Cet effet est cependant totalement (Miller, 1977) ou partiellement (Bradley, Jame et Kim, 1994) compensé si l'on introduit également la fiscalité sur les personnes physiques.

– Un deuxième groupe de travaux introduit des coûts de faillite ou de détresse financière. L'effet de levier positif de l'endettement sur la valeur de la firme dû à la prise en considération de l'impôt sur les sociétés, est alors plus ou moins compensé par le risque de défaut qu'implique un fort endettement. Le dirigeant est alors supposé réaliser un arbitrage entre ces deux effets antagoniques (Baxter, 1967 ; Warner, 1977 ; Myers, 1984 ; Malécot, 1985).

– Une troisième catégorie de travaux souligne l'absence d'une tarification unique pour l'ensemble des sources de financement. Certains financements (l'autofinancement puis les crédits bancaires) sont ainsi moins coûteux que l'émission d'actions nouvelles. Les entreprises les privilégiuent dans leur politique financière. Ce constat est appelé dans la littérature anglo-saxonne « *the pecking order theory* », que l'on traduit communément par la théorie du financement hiérarchisé (Myers, 1984 ; Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988).

Ces trois catégories de travaux introduisent donc des modifications à la marge du modèle séminal de Modigliani et Miller (1958) qui constitue la situation de l'idéal type théorique ou « équilibre de premier ordre » (*first best*). La disparition des pressions fiscales, des coûts de banqueroute et la réalisation d'un équilibre sur des marchés financiers fonctionnant sans friction permettrait de revenir à l'idéal type théorique.

– Une quatrième catégorie de recherche part du constat de l'existence d'asymétries d'information entre créanciers et débiteurs qui rend illusoire l'atteinte d'une telle situation. Les commettants (ou principaux selon la terminologie de la théorie de l'agence) et les agents sont alors supposés chercher la meilleure solution possible, compte tenu des imperfections de l'information existant sur les marchés. Cette littérature repose sur la constatation de l'existence de conflits entre actionnaires, créanciers et dirigeants et de coûts d'agence¹ liés à ces conflits.

– Premièrement, les dirigeants (*managers*) sont supposés disposer d'une meilleure information sur la firme, ses projets et ses réalisations. La détention d'information est, par conséquent, asymétrique.

– Deuxièmement, du fait de l'existence de ces asymétries d'information et donc d'une information privée détenue de manière exclusive par les dirigeants, les projets d'investissements se traduisent par l'existence de *coûts d'agence*. Les comportements des dirigeants ne sont pas, en effet, parfaitement contrôlés, voire même contrôlables, par les créanciers.

Face à cette abondante littérature sur la « *corporate finance* », des travaux ont cherché à tester la validité empirique de ces différentes thèses. Deux méthodologies peuvent être distinguées.

¹ C'est-à-dire les coûts à engager et à supporter pour s'assurer que l'agent gère bien dans l'intérêt des actionnaires et des créanciers

– Certains travaux utilisent un modèle général de la structure du capital regroupant tous les éléments justifiant la thèse de la non-neutralité. Sur données françaises, l'article récent de Biais, Hillion et Malécot (1995) fait ce choix méthodologique. Ces auteurs notent cependant les faiblesses des spécifications économétriques choisies dans la mesure où il n'existe pas dans la littérature de modèle théorique général justifiant l'incorporation de tous ces déterminants au sein d'un même système d'équations.

– D'autres analyses ont cherché à tester la vraisemblance d'une catégorie particulière de travaux théoriques. C'est le cas, en particulier, de la théorie du financement hiérarchisé (*pecking order*) qui a fait l'objet d'un nombre important de vérifications empiriques¹. Dans ce cadre méthodologique qui priviliege la cohérence de l'analyse à sa complétude, l'étude empirique de l'influence des asymétries d'information sur la structure financière de la firme paraît présenter la vision la plus complète possible de la réalité de la politique financière de l'entreprise. Les coûts des ressources financières ainsi que les risques de détresse financière ou de faillite sont en effet des éléments venant nourrir les conflits d'intérêts existant entre le créancier et le dirigeant.

Dans le cadre de cette seconde approche, l'analyse des éléments encourageant ou limitant la diffusion de l'information de l'agent (l'emprunteur) au principal (le prêteur) est centrale.

La recherche des déterminants de la structure financière de la firme passe alors par l'identification des éléments d'une part générant les problèmes d'agence² et d'autre part permettant la résolution partielle ou totale de ces conflits³.

2.2. Théorie de l'information et choix des variables explicatives du niveau de l'endettement de la firme

Trois catégories d'asymétries d'information et de problèmes d'agence peuvent être distinguées⁴.

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

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

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

¹ Sur la population des PME françaises, la vraisemblance de cette théorie a été identifiée par Mulkay et Sassenou (1995).

² Ces éléments ont une influence négative sur le niveau de l'endettement de la firme.

³ Ces éléments ont une influence positive sur le niveau de l'endettement de la firme.

⁴ Pour une revue de la littérature sur les asymétries d'information, le lecteur peut consulter Goyer (1995).

Types d'asymétries d'information	Problèmes d'agence afférents
Asymétries d'information avant le lancement du projet ou <i>ex ante</i>	Choix des projets les plus risqués
A / avant	Sélection adverse
Asymétries d'information pendant le déroulement du projet ou « <i>on going</i> »	Changement de projet par le débiteur à l'insu du créancier
A / pendant	Risque moral
Asymétries d'information après le lancement du projet ou <i>ex post</i>	Non-divulgation des résultats ou divulgation de faux résultats
A / après	Opportunisme
Réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58	

L'ensemble de ces asymétries génère des *problèmes d'agence*. Le créancier perçoit un risque de politique d'investissement sous-optimale qui peut se traduire par une capacité de remboursement de la firme inférieure à sa dette financière. Une telle politique repose soit sur une stratégie de sous-investissement (Myers, 1977) liée notamment aux prélèvements en nature réalisés par l'entrepreneur au détriment de la société, soit sur une stratégie de surinvestissement liée à une prise de risque excessive de la part de l'emprunteur, qui réalise ainsi un transfert de richesse des créanciers aux actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Le problème de la non-incitation à investir de manière optimale est supposé dans la littérature économique particulièrement sensible chez les entreprises présentant de fortes opportunités de croissance, qui peuvent soit lancer des projets trop risqués soit ne pas lever une option de croissance. Titman et Wessels (1988) proposent, entre autres, l'utilisation des indicateurs suivants comme *proxy* des opportunités de croissance des firmes¹ :

- le ratio dépenses en capital productif/actif total que l'on peut approcher par le ratio *équipement productif/capital engagé*,
- le ratio croissance des actifs totaux/total des actifs qui correspond approximativement au *taux d'accumulation élargie*².

Les coûts d'agence augmentent également avec les capacités de l'entreprise à changer rapidement de projet à l'insu des créanciers. Nous retenons le ratio *équipement productif/capital engagé* pour prendre en considération ce risque comportemental du débiteur. Cet indicateur mesure le degré de rigidité de la structure productive de la firme et donc la plus ou moins grande capacité de l'emprunteur à modifier radicalement ses projets.

Face à ces divergences d'intérêts, les prêteurs peuvent préférer adopter une stratégie de rationnement. Le marché du crédit n'est pas ajusté par les prix, mais par les quantités. Ainsi, face à l'existence des asymétries d'information apparaît la spécificité de la fonction bancaire de contrôle des actions des emprunteurs (Guille, 1994), ce qui, grâce à l'établissement de contrats d'endettement standard, limite ces coûts de contrôle (Diamond, 1984).

¹ Ang et Peterson (1986) utilisent le « *q* » de Tobin pour appréhender ces coûts d'agence. Le « *q* » de Tobin n'est cependant pas disponible pour notre étude qui comprend un nombre considérable d'entreprises non cotées (*q* = valeur de marché totale de la firme/ coût de remplacement des actifs existants).

² Investissement total + variation des besoins en fonds de roulement/capital engagé

L'établissement prêteur est attentif également à l'activité de l'entreprise financée pour anticiper les signes précoce de défaillance (Bardos, 1995). L'apparition de ces signes induit une augmentation des coûts d'agence due soit à l'augmentation de la fréquence des contrôles, soit à la décision de rupture de la relation de crédit. Le *taux de variation du chiffre d'affaires* constitue un indicateur de la vitalité de l'entreprise et la *part des besoins en fonds de roulement dans le capital engagé* permet d'apprécier les risques de détresse financière encourus.

La banque met en place des *mécanismes de sélection des candidats* au crédit en leur proposant différents couples « taux d'intérêt, garantie » (Bester, 1985 ; Gillet et Lobe, 1992). Ces contrats sont optimaux dans la mesure où l'emprunteur n'a pas intérêt à mentir. Selon leur situation, les entreprises ont accès à des conditions de financement différentes révélant leur état du point de vue de la banque. Les firmes pour lesquelles est identifié un couple « fort taux d'intérêt, faible niveau de garantie » peuvent être considérées comme des entreprises à haut risque. À l'opposé, celles qui présentent un couple « faible taux d'intérêt, fort niveau de garantie » seraient plutôt à faible risque. Elles ont la possibilité de mettre en jeu un montant important de garantie en contrepartie d'une réduction du niveau des taux d'intérêt ou le pouvoir de négocier le couple. Pour prendre en compte ce mécanisme de révélation, sont retenus dans notre analyse le *coût de l'endettement* et les indicateurs du niveau des garanties que pourrait, le cas échéant, apporter l'emprunteur au prêteur, le *taux d'accumulation élargie* et le ratio *équipement productif/capital engagé*.

Enfin, l'entreprise n'est pas un agent passif face à l'existence des asymétries d'information. L'entreprise envoie des signaux aux prêteurs. La théorie du signal sur le marché du crédit retient différents messages. Le dirigeant signale la qualité de l'entreprise par son engagement financier au capital de la firme (Leland et Pyle, 1977 ; Watson, 1984). Nous ne retenons pas cet indicateur dans la mesure où celui-ci est le complémentaire de la variable à expliquer. L'entreprise peut également signaler sa capacité à dégager du profit et de la trésorerie. Les ratios *autofinancement/financement propre* et *capacité d'autofinancement nette/capitaux propres* constituent des indicateurs de la profitabilité de la firme¹, l'un après distribution de dividendes mais avant amortissement, l'autre avant distribution mais après amortissement (Paranque, 1994). La politique de distribution des dividendes a également un pouvoir informationnel significatif. L'importance du ratio *dividendes/capitaux propres* souligne l'intensité de la rémunération des actionnaires de la firme et la capacité de celle-ci, le cas échéant, à lever de nouveaux fonds propres, c'est-à-dire à consolider sa situation financière. En revanche, lorsque l'entreprise est contrôlée par ses dirigeants, ce ratio est aussi un indicateur des prélevements réalisés par ces derniers sur le profit de la firme dans le but d'augmenter leur niveau de satisfaction personnelle, éventuellement au détriment du niveau d'utilité atteint par la firme. Le *taux de variation des dividendes* peut également être retenu comme un indicateur de la croyance, que l'on suppose crédible, du dirigeant dans le développement futur de la firme. Enfin, l'existence de relations entre l'emprunteur et un autre principal, plus informé que le prêteur considéré, signale au prêteur le moins informé la qualité de la firme. Les *prêts de groupe ou des associés* peuvent jouer ce rôle de signal, véhiculé par les bilans des agents, du principal informé au principal moins informé.

¹ Il est vrai que cet indicateur peut être considéré comme révélant aussi les préférences pour l'autofinancement (*Pecking order theory*).

Les ratios retenus sont résumés dans le tableau suivant.

THÉORIE DE L'INFORMATION, PROBLÈMES D'AGENCES ET CHOIX DES VARIABLES COMPTABLES					
	Risque d'investissement sous-optimal	Capacité de l'emprunteur à changer de projets	Sélection des emprunteurs	Risque de défaillance	Signalement
BM7 : Équipement productif/capital engagé.....	*	*	*		
BB5 : Taux d'accumulation élargie.....	*		*		
BT2 : Coût moyen de l'endettement.....			*		
BM1 : Taux de variation du chiffre d'affaires...				*	
BM4 : Besoins en fonds de roulement/ capital engagé				*	
BB10 : Autofinancement/financement propre (rentabilité financière brute).....					*
BB11 : Capacité d'autofinancement nette/ capitaux propres (rentabilité financière nette).....					*
BB12 : Dividendes/capitaux propres (taux de rémunération des actionnaires).					*
BM19 : Taux de variation des dividendes.....					*
BT4 : Prêts des groupes et associés/ apports externes					*
Réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58					Mise à jour le 16 juin 1995

3. La recherche des apports de l'effet-taille au moyen d'une analyse économétrique

Des régressions pas à pas effectuées sur les variables identifiées précédemment ont été conduites sur l'ensemble des entreprises. Les résultats obtenus paraissent stables sur toute la période sous revue.

L'effet du risque d'une politique d'investissement sous-optimale¹ sur le comportement d'endettement des entreprises semble se vérifier sur notre population au travers de la corrélation négative entre le taux d'endettement et le taux d'accumulation élargie. En revanche, le ratio « équipement productif/capital engagé » est peu significatif. Il traduit plutôt l'intensité décroissante de la flexibilité de la structure productive de la firme quand la taille de celle-ci augmente, et donc l'importance également décroissante des coûts d'agence à engager pour contrôler que l'emprunteur ne change pas de projet à l'insu du prêteur.

La vraisemblance du mécanisme d'auto-révélation n'est pas vérifiée de manière claire.

– D'un côté, le taux d'accumulation élargie et le coût de l'endettement présentent un même signe négatif par rapport au niveau de l'endettement, alors qu'on attendrait un signe opposé. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que plus l'effort d'accumulation est important et/ou soutenu, moins il est aisé d'obtenir des financements nouveaux du fait des risques de faillite sous-jacents. Par ailleurs, on peut aussi considérer que plus les entreprises investissent et s'endettent, plus elles sont amenées à fournir de l'information aux prêteurs, ce qui expliquerait le signe négatif du coefficient du coût de l'endettement.

¹ La politique d'investissement est appréciée du point de vue du prêteur : le qualificatif de sous-optimal ne renvoie ni à la pertinence ni à la maîtrise de l'investissement du point de vue de l'entreprise.

RÉGRESSION SUR LE TAUX D'ENDETTEMENT DE 1990 À 1993				
Variables (a)	1990	1991	1992	1993
BB5 : Taux d'accumulation élargie.....	-0,31 (2 184,30)	-0,33 (2 168,70)	-0,34 (2 591,86)	-0,34 (3 325,50)
BT4 : Prêts des groupes et associés/apports externes.....	-0,24 (1 428,11)	-0,22 (1 242,44)	-0,21 (1 281,29)	-0,18 (1 184,51)
BT2 : Coût moyen de l'endettement.....	-0,37 (660,85)	-0,36 (661,55)	-0,37 (748,34)	-0,34 (805,90)
BM1 : Taux de variation du chiffre d'affaires.....	0,13 (351,59)	0,11 (166,93)	0,12 (232,38)	0,11 (201,24)
BB11 : Capacité d'autofinancement nette/capitaux propres.....	-0,05 (357,57)	-0,05 (276,70)	-0,04 (232,00)	-0,04 (315,22)
BB10 : Autofinancement/financement propre.....	0,20 (424,38)	0,16 (250,53)	0,13 (198,57)	0,14 (227,97)
BB12 : Dividendes/capitaux propres.....	-0,09 (30,41)	-0,08 (21,17)	-0,07 (19,96)	-0,08 (28,54)
BM4 : Besoins en fonds de roulement/capital engagé.....	0,13 (146,85)	0,11 (86,69)	0,08 (60,63)	0,03 (25,42)
BM19 : Taux de variation des dividendes.....	ns	ns	ns	ns
BM7 : Équipement productif/capital engagé.....	0,08 (54,49)	0,06 (30,73)	0,05 (27,15)	ns
Constante	29,20 (1 997,78)	29,90 (992,02)	30,00 (1 161,62)	31,60 (10 161,80)
R ²	0,45	0,46	0,45	0,45
Nombre d'entreprises.....	11 391	12 010	12 321	12 118

(a) Entre parenthèses, le F de Fisher, significatif au seuil de 5%
ns : non significatif

Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58	Mise à jour le 16 juin 1995
--	-----------------------------

– D'un autre côté, le ratio « équipement productif/capital engagé » présente un signe opposé à celui du coût de l'endettement.

La relation positive entre l'endettement et le poids des besoins en fonds de roulement semble plutôt refléter les besoins nouveaux ressentis par l'emprunteur du fait de la variation de son activité qu'une anticipation du risque de la part du prêteur, toutes choses égales par ailleurs.

Enfin, la théorie du signal paraît vraisemblable en ce qui concerne la rentabilité brute financière (autofinancement/financement propre) corrélée positivement avec le taux d'endettement. Une rentabilité brute financière importante constitue pour les créanciers non informés (*outsiders*) un signal de la qualité de l'affaire et de sa capacité à générer des profits. La théorie du signal n'est, en revanche, pas vérifiée, sur notre échantillon, en ce qui concerne la politique de distribution de dividendes de la firme puisque, outre le taux de variation des dividendes qui n'est pas significatif, la relation négative entre le taux de rentabilité des capitaux propres et le taux d'endettement souligne plus l'importance de l'effet de substitution entre les types de financement externe qu'un effet de signalement. C'est ce que l'on constate également lorsque l'on analyse la relation existante entre le taux d'endettement de la firme et les prêts de groupe et d'associés. L'effet de substitution l'emporte sur l'effet de signalement.

L'analyse comparée des résultats de ces régressions semble indiquer l'existence d'un effet-taille significatif opposant principalement les entreprises de moins de 2 000 salariés aux entreprises de plus de 2 000 salariés.

COMPARAISON DES RÉGRESSIONS PAR TAILLE D'ENTREPRISES EN 1993					
Variables (a)	Ensemble	≤ 100	100 à 500	501 à 2 000	> 2 000
BB5 : Taux d'accumulation élargie.....	-0,34 (3 325,50)	-0,33 (2 026,67)	-0,38 (950,61)	-0,33 (146,94)	-0,21 (9,50)
BT4 : Prêts des groupes et associés/ apports externes.....	-0,18 (1 184,51)	-0,18 (836,03)	-0,16 (206,48)	-0,15 (86,64)	-0,15 (17,60)
BT2 : Coût moyen de l'endettement.....	-0,34 (805,90)	-0,37 (740,98)	-0,38 (154,72)	-0,22 (22,08)	ns
BM1 : Taux de variation du chiffre d'affaires.....	0,11 (201,24)	0,10 (145,12)	0,13 (68,02)	0,09 (5,18)	-0,22 (4,71)
BB11 : Capacité d'autofinancement nette/ capitaux propres.....	-0,04 (315,22)	-0,04 (227,92)	-0,038 (45,35)	-0,05 (20,17)	ns
BB10 : Autofinancement / financement propre.....	0,14 (227,97)	0,14 (181,59)	0,09 (18,32)	0,16 (9,48)	ns
BB12 : Dividendes/capitaux propres.....	-0,08 (28,54)	-0,06 (11,69)	-0,06 (5,48)	ns	ns
BM4 : Besoins en fonds de roulement/ capital engagé.....	0,03 (25,42)	0,05 (17,46)	ns	ns	-0,15 (4,11)
BM19 : Taux de variation des dividendes.....	ns	ns	ns	ns	ns
BM7 : Équipement productif/ capital engagé.....	ns	0,03 (7,01)	-0,41 (13,02)	-0,12 (20,09)	ns
Constante.....	31,60 (10 161,80)	30,99 (1 015,40)	33,76 (1 453,42)	29,14 (315,97)	21,64 (91,68)
R ²	0,45	0,48	0,43	0,41	0,32
Nombre d'entreprises.....	12 118	8 927	2 542	546	103

(a) Entre parenthèses, le F de Fisher, significatif au seuil de 5%
ns : non significatif

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 16 juin 1995

On peut alors s'interroger sur les fondements de la classification habituelle au seuil des 500 salariés, alors que les entreprises de 500 à 2 000 salariés, au niveau financier, ne présentent pas de fortes spécificités par rapport aux entreprises de 100 à 500 salariés. Les différences de comportement dans la formation des déterminants de l'endettement sont en revanche notables sur la population d'une part des moins de 100 salariés et d'autre part des plus de 2 000 salariés. Il y a donc place dans l'étude du financement des entreprises pour des analyses portant plus spécifiquement sur cette zone intermédiaire, qui correspond au « *Mittelstand* » allemand. Ce seuil de 2 000 salariés est aussi une bonne approximation des possibilités d'accès aux marchés financiers, ce qui permettrait, sur le critère des modalités de financement, de définir une PME comme une entreprise dont les titres ne sont pas négociés sur un marché.

4. Une analyse typologique des comportements : les limites de l'effet-taille

Le critère de taille est-il suffisant pour opposer, d'un point de vue financier, les entreprises entre elles ? Une analyse en composante principale¹ sur les données de 1993 tente d'apporter des éléments de réponse à cette question.

Les cinq premiers axes de l'analyse en composante principale (ACP) expriment plus de 80 % de l'inertie totale.

Sur le *premier axe*, qui représente 22,1 % de l'inertie totale, s'opposent des entreprises pour lesquelles les coûts d'agence relatifs à la relation dirigeant-créancier sont élevés et des firmes dont le financement est contraint par un risque de faillite important. Ce premier axe est en effet défini par l'opposition du poids des besoins en fonds de roulement dans le capital engagé à l'importance des équipements productifs rapportés au capital engagé. Il reflète les *caractéristiques industrielles de la firme* et donc les problèmes d'agence correspondant, en particulier pendant le déroulement ou après le lancement du projet.

Corrélos positivement à l'*axe deux* (19,5 % de l'inertie totale), les dividendes rapportés aux capitaux propres et la rentabilité financière nette sont des signaux relatifs à la situation financière de la firme sur laquelle est bâtie la confiance des créanciers dans son avenir et sa pérennité. Cet axe traduit donc la *politique financière des entreprises* qui jouent un rôle actif dans le signalement de leur qualité aux créanciers non informés (les *outsiders*).

Le *risque de faillite*, d'une part, et la *politique de signalement*, d'autre part, se retrouvent sur l'*axe 3* (14,9 % de l'inertie totale) par l'intermédiaire du taux de variation du chiffre d'affaires qui s'oppose à la politique de distribution (dividendes/capitaux propres et taux de variation des dividendes). Cette opposition entre risque de faillite et politique de signalement² peut traduire le fait que, dans le cas d'une asymétrie d'information trop forte, les prêts sont faibles, voire inexistant, réduisant *de facto* le risque de défaut.

La *sélectivité de crédit par les taux* apparaît sur l'*axe 4* (12,5 %) au travers du coût moyen de l'endettement.

Les *risques de faillite* se retrouvent à nouveau sur l'*axe 5* (10,9 %) avec le taux de variation de chiffre d'affaires : un fort recul de ce dernier met en péril la pérennité de l'entreprise, mais une progression trop importante peut renforcer la contrainte de financement et accroître le risque d'illiquidité.

Au total, cette analyse de données nous permet de préciser, en les hiérarchisant, trois déterminants du financement des entreprises :

– premièrement, l'intérêt des analyses identifiant les risques, pour le créancier non actionnaire, d'une politique d'investissement sous-optimale menée par les dirigeants et donc d'éventuels conflits d'intérêts entre créanciers, dirigeants, actionnaires (en particulier concernant cette politique d'investissement),

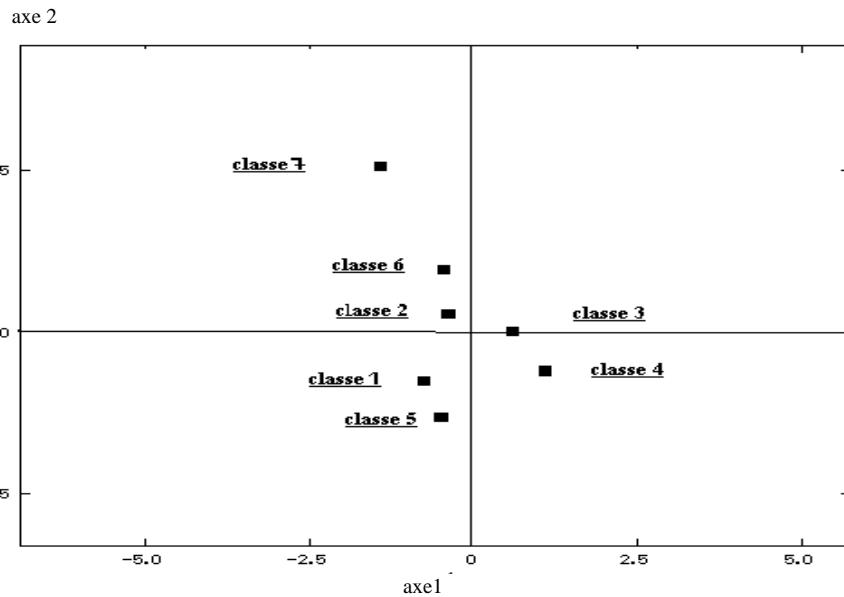
– deuxièmement, le rôle des approches en termes de diffusion d'information par le débiteur à destination des créanciers, c'est-à-dire le signalement de la qualité de la firme aux *outsiders*,

– et, en troisièmement seulement, l'influence du coût des sources de financement externe.

¹ Tout d'abord, une analyse en composante principale a été réalisée. Puis sur la base des facteurs obtenus, une classification ascendante hiérarchique a été effectuée sur l'ensemble des entreprises repérées par leurs coordonnées factorielles. Le premier axe en facteur est obtenu par un algorithme qui calcule la droite des moindres carrés puis un deuxième axe est calculé orthogonalement au premier et ainsi de suite... Une proximité plus ou moins grande entre deux ratios traduit la plus ou moins grande corrélation entre eux. En revanche, une proximité entre un ratio et une entreprise signifie, en moyenne, que ce ratio a une valeur élevée pour cette entreprise. En moyenne, car la position de l'entreprise (qui est un espace à deux dimensions) ne dépend pas d'un ratio mais de l'ensemble des ratios. Cf. Lebart, Morineau et Fénelon, *Traitements des données statistiques*, Dunod, 2^e édition, 1982.

² Alors qu'on aurait pu s'attendre aussi à un signe positif : le risque de faillite perçu par les partenaires extérieurs pouvant croître en proportion de l'asymétrie d'information.

**POSITION DES CLASSES
SUR LES DEUX PREMIERS AXES DE L'ACP**



Les entreprises de la classe 1 sont plus fréquemment des firmes employant entre 500 et 2000 salariés.

Les entreprises de la classe 2 sont plus souvent des sociétés occupant plus de 2000 salariés.

Les entreprises de la classe 3 sont généralement des entreprises de moins de 100 salariés.

Les entreprises de la classe 4 sont le plus souvent des entreprises employant moins de 50 salariés.

Les entreprises de la classe 5 sont fréquemment des petites PMI ou de très grandes entreprises.

Les entreprises de la classe 6 sont plus souvent des firmes occupant entre 100 et 2000 salariés.

Les entreprises de la classe 7 sont généralement des entreprises occupant entre 500 et 2000 salariés.

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 16 juin 1995

Toutefois, la gestion de ces déterminants produit une certaine diversité de situations économiques et financières qui peut être appréhendée par l'identification de sept classes d'entreprises distinctes.

Dans le *quadrant sud du graphique* défini par les deux premiers axes présentés de l'analyse en composante principale, les firmes (31,15 % d'entre elles) ont un *taux d'endettement supérieur* à la moyenne (classes 4 et 5), alors que dans les autres classes il est inférieur (sauf pour la classe 1, pour laquelle il est sensiblement égal à celle-ci).

Les classes 4 et 5 se différencient sur la rentabilité financière nette, cette dernière étant supérieure pour les entreprises de la classe 4 à celle des entreprises de la classe 5. La *classe 4* doit maîtriser sa *contrainte de solvabilité*, compte tenu de l'importance des besoins en fonds de roulement, alors que les firmes de la *classe 5* sont plus confrontées à des problèmes de *signalement*, l'importance de leur équipement productif étant une garantie pour les créanciers.

Enfin, les sociétés de la *classe 1* sont dans une position intermédiaire avec un *taux d'endettement dans la moyenne de l'échantillon*. L'importance des équipements productifs est une garantie renforcée par les rentabilités financières élevées.

Dans le *quadrant nord*, les entreprises sont *plus faiblement endettées*.

Les firmes de la *classe 3* sont confrontées à une contrainte liée au coût de l'endettement susceptible de traduire un comportement sélectif des prêteurs. Dans ce contexte d'*asymétrie d'information*, l'importance des prêts de groupe et associés est un signal à l'égard de ces derniers, visant à atténuer la perception d'un aléa moral, compte tenu de l'effort d'accumulation.

Les firmes de la *classe 2* sont fortement investisseuses et en croissance soutenue, mais de ce fait présentent un *risque de faillite*, d'autant plus élevé que la rentabilité financière brute après distribution est quasiment nulle. Elles se différencient des firmes de la classe 3 par un effort d'investissement plus soutenu.

Les *classes 6 et 7* se distinguent nettement des autres classes par les *relations d'agence plus favorables aux actionnaires*, allant de pair avec un effort d'accumulation plus fort que la moyenne de l'échantillon. Dans une situation d'asymétrie d'information, les entreprises de la classe 6 semblent bénéficier de la confiance de leurs actionnaires comme peuvent le laisser supposer les prêts des groupe et associés et la politique de dividendes. Elles se démarquent des entreprises de la classe 7 par de moindres coûts de contrôle pour les prêteurs.

Dans le *quadrant sud* sont donc réunies les entreprises fortement (classes 4 et 5) ou moyennement (classe 1) endettées et deux cas de figure se dessinent :

– au sud-est, on trouve des firmes endettées présentant un risque de faillite élevé, avec peu de garantie (classe 4), compte tenu du poids des besoins en fonds de roulement et de la faiblesse des équipements productifs ;

– au sud-ouest, le risque de faillite paraît tout aussi présent mais mieux garanti, du fait d'un rapport « équipement productif/capital engagé » élevé.

Ce quadrant est donc risqué, la situation financière de ces sociétés dépendant largement de leur environnement économique et de leurs perspectives de croissance.

Dans le *quadrant nord* sont rassemblées les autres entreprises qui sont peu endettées avec :

– au nord-est, une asymétrie d'information qui semble peser sur les relations de financement avec un coût de contrôle élevé pour les prêteurs (classe 3), signalant des entreprises avec de faibles garanties et susceptibles de présenter un risque d'aléa moral, mais dans lesquelles les actionnaires sont fortement impliqués ;

– au nord-ouest, on trouve des firmes avec de fortes perspectives de croissance (classe 2) et des sociétés dont la politique de distribution est favorable aux actionnaires (classes 6 et 7).

Ce quadrant réunit des entreprises moins risquées, du fait soit d'une autonomie financière forte, soit des prêts des groupe et associés.

Le risque augmenterait donc, dans le sens trigonométrique, du quadrant nord-ouest où le risque est faible au quadrant sud-est où le risque est important. Ce dernier quadrant est dominé par la présence des entreprises de moins de 500 salariés. Cette analyse semble donc aller dans le sens d'une causalité : *fort risque ⇒ faible taille*. La *réciproque n'est, en revanche, pas vérifiée*. En effet, les catégories d'entreprises dominées par les firmes de 100 à 500 salariés se rencontrent à la fois dans le quadrant à haut risque et dans le quadrant à faible risque. Ainsi, les classes dominées par le « *Mittelstand* » appartiennent à la fois au quadrant nord-ouest où le risque est très faible et au quadrant sud-ouest où le risque est réel. La *grande taille n'est pas toujours liée à une situation de faible risque*, puisqu'on rencontre également des grandes entreprises (plus de 2 000 salariés) dans ces deux quadrants.

Au-delà du critère de la taille, les caractéristiques financières sont-elles subies ou choisies ?

Au terme de cette étude, l'existence d'un effet-taille paraît confirmée. Des différences significatives apparaissent, en effet, dans les comportements financiers des entreprises selon qu'elles comptent plus ou moins de 2 000 salariés. Les structures financières et leurs déterminants sont sensiblement différents. Les entreprises de moins de 2 000 salariés sont, en effet, plus endettées. Le rôle de l'autofinancement dans l'obtention d'un crédit est supérieur chez ces entreprises qui sont très sensibles au coût de l'endettement. Les dettes financières sont, par ailleurs, la seule source de financement en cas de gonflement des besoins en fonds de roulement et la chute du chiffre d'affaires ne peut pas être compensée, comme chez les grandes entreprises, par un recours accru aux prêteurs.

L'analyse typologique semble cependant montrer les limites de cette distinction autour du seuil de plus ou moins 2 000 salariés. Si les entreprises de moins de 100 salariés dominent les classes des entreprises les plus risquées¹, la situation est très hétérogène pour les firmes, d'une part de plus de 2 000 salariés et, d'autre part de plus de 100 salariés et de moins de 2 000 salariés. Une façon de lever cette indétermination peut alors résider dans l'identification du régime de crédit auquel une catégorie d'entreprises appartient. En effet, la formation du comportement financier de la firme est également liée à la décision de l'investisseur externe et de la banque en particulier. Dès lors, le niveau de dettes constatées comptablement renvoie à deux situations. Soit il est égal au taux d'endettement optimal défini par l'entreprise et il correspond à la structure financière permettant à celle-ci de maximiser sa valeur nette², soit il correspond à une capacité d'endettement maximale, c'est-à-dire une structure du passif au-delà de laquelle le prêteur refuse d'accorder de nouveaux financements.

L'identification de ces régimes passe par le calcul de la probabilité pour une entreprise de relever de telle ou telle situation. C'est ainsi que l'on pourra mieux comprendre le comportement d'endettement des sociétés industrielles françaises et, en particulier, si la restauration de leur situation financière correspond à un choix délibéré tenant compte de leur anticipation de l'activité économique ou si elle traduit un arbitrage des contraintes au détriment de l'investissement réel, du fait d'un rationnement du crédit de la part de leurs partenaires financiers.

Cette investigation fera l'objet d'une prochaine étude, portant sur la période 1985-1995.

¹ Ce que traduit, en particulier, leur taux d'accumulation plus important mais compensé par des rentabilités plus fortes.

² Ce qui suppose l'existence d'un marché et la possibilité d'y avoir accès : ce n'est pas le cas pour l'immense majorité des entreprises. Dans cette situation, le taux d'endettement optimal pourrait se définir comme celui qui permet à l'entreprise de maintenir son autonomie financière et sa croissance sans perte de rentabilité.

BIBLIOGRAPHIE

Ang J.S. et Peterson D.R. (1986) : « Optimal Debt Versus Debt Capacity : a Desequilibrium Model of Corporate Debt Behavior », *Research in Finance*, vol. 6.

Bardos M. (1995) : « Les défaillances d'entreprises dans l'industrie », Banque de France, Observatoire des entreprises, B 95/03.

Baxter N. (1985) : « Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital », *The Journal of Finance*, vol. XXXX, p. 395-403.

Beau D. (1991) : « La fragilité des situations financières dans les PME françaises », Banque de France, Centrale de bilans, B 91/21, 22 pages.

Bester H. (1985) : « Screening Versus Rationing in Credit Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, n° 75, p. 850-855.

Biais B., Hillion P. et Malecot J.-F. (1995) : « La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Économie et Prévision*, n° 120, quatrième trimestre, p. 15-28.

Boissonade D. et Tournier A. (1996) : « L'endettement des entreprises de 1989 à 1995 », Banque de France, Observatoire des entreprises, D 96/68.

Bradley M., Jarrel G. et Kim E. (1984) : « On the Existence of an Optimal Capital Structure : Theory and Evidence », *The Journal of Finance*, vol. XXXIX, n° 3, p. 395-403.

Chanel-Reynaud G. (1995) : « Impact de la réforme financière sur l'appareil productif français », dans *Réforme financière et transformation des entreprises*, Programme Rhône-Alpes - Recherches en Sciences Humaines, Les chemins de la recherche.

Cieply S. (1995) : « Le financement bancaire des PME : l'apport des modèles de coopérations interentreprises », *Deuxième congrès international francophone de la PME*, Paris 25-27 octobre.

Conseil National du Crédit (1995) : « Le risque de crédit », rapport du Groupe de travail *ad hoc*.

Diamond D.W. (1984) : « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, LI, p. 393-414.

Fazzari S., Hubbard G.R. et Petersen B. (1988) : « Financing Constraints and Corporate Investment », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 141-195.

Gillet R. et Lobez F. (1992) : « Rationnement du crédit, asymétries de l'information et contrat séparant », *Revue de l'Association française de finance*, décembre, vol. 13, n° 2, p. 57-76.

Goyer M. (1995) : « Corporate Finance, Banking Institutional Structure and Economic Performance : A Theoretical Framework », *document de travail MIT*, 77 pages.

Guille M. (1994) : « Savoir bancaire spécifique, marché du crédit et intermédiation financière », *Économie Appliquée*, tome XLVI, n° 4, p. 49-77.

Harris M. et Raviv A. (1991) : « The Theory of Capital Structure », *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n° 1, mars.

Jensen M. et Meckling W. (1976) : « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *The Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.

Jullien H. et Paranque B. (1995) : « Financement des entreprises et évolution du système financier », *Revue internationale PME*, n° 3-4, vol. 8.

Leland H. et Pyle D. (1977) : « Informational Asymmetries Financial Structure and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, (2), p. 371-387.

Malecot J.-F. (1985) : « Structure du capital et hypothèse de compensation : un point de vue critique », *Finance*, vol. 6, n° 1, p. 7-21.

Malecot J.-F. (1992) : « Les analyses théoriques des défaillances d'entreprises », *Problèmes économiques*, 29 juillet, n° 2 286, p. 18.

Miller M. H. (1977) : « Debt and Taxes », *The Journal of Finance*, vol 32, mai, p. 261-276.

Modigliani F. et Miller M. H. (1958) : « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, juin, p. 261-297.

Modigliani F. et Miller M. H. (1963) : « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction », *American Economic Review*, vol. 48, juin, p. 261-297.

Mulkay B. et Sassenou M. (1995) : « La hiérarchie des financements des investissements des PME », *Revue économique*, vol. 46, n° 2, mars, p. 345-364.

Myers S. C. (1984) : « The Capital Structure Puzzle », *The Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, p. 575-592.

Myers S. C. et Majluf N. S. (1984) : « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, juin.

Paranque B. (1992) : « Contraintes économiques des PMI et des grandes entreprises », Banque de France, Centrale de bilans, B 92/14.

Paranque B. (1992) : « L'enjeu du financement des PMI », Banque de France, *Bulletin trimestriel*, n° 84, décembre.

Paranque B. (1994) : « Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI », *Revue d'Économie industrielle*, 1^{er} trimestre, n° 67.

Paranque B. (1994) : « Les PMI sont-elles handicapées par leur dynamisme ? », *Bulletin de la Banque de France, Supplément « Études »*, juin.

Stiglitz J. E. et Weiss A. (1981) : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, n° 71, 3, p. 349-410.

Tamari M. (1980) : « The Financial Structure of the Small Firm – An International Comparison of Corporate Accounts in the USA, France, UK, Israel and Japan », *American Journal of Small Business*, avril-juin, p. 20-34.

Titman S. et Wessels R. (1988) : « The Determinants of Capital Structure Choice », *The Journal of Finance*, vol. XLIII, n° 1, mars, p. 1-19.

Warner J. (1977) : « Bankruptcy Costs : Some Evidence », *The Journal of Finance*, vol. XXXII, p. 337-347.

Watson H. (1984) : « Credit Markets and Borrower Effort », *Southern Economic Journal*, (50), p. 802-813.

Williamson O. E. (1986) : « Economic Organization, Firms, Markets and Policy Control », « Wheatsheafbooks ».

Williamson S. D. (1986) : « Costly Monitoring, Loan Contracts and Equilibrium Credit Rationing », *Quarterly Journal of Economics*, (102), p. 135-146.

A

N

A

L

Y

S

E

S

LES RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT EN 1995 ET AU PREMIER SEMESTRE 1996

Après une année 1994 particulièrement difficile, la rentabilité des établissements de crédit français s'est améliorée durant l'exercice 1995. La progression du produit net bancaire, conjuguée avec une bonne maîtrise des coûts opératoires, s'est traduite par un net redressement de la rentabilité brute. La poursuite du repli des charges liées aux risques de crédit a permis au secteur bancaire français, pris dans son ensemble, de renouer avec un résultat net bénéficiaire, qui reste toutefois modeste. Les résultats du premier semestre 1996 confirment l'amélioration de la rentabilité du système bancaire français, liée principalement à l'accroissement des gains sur les opérations de marché. Mais l'atonie persistante de l'activité de crédit et la nette progression des charges liées au risque de crédit ne permettent pas d'envisager avec certitude une amélioration sensible des résultats sur l'ensemble de l'exercice.

HERVÉ GONSARD

*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 1995*¹ consacré aux résultats des établissements de crédit. Le premier volume, paru en juillet 1996, portait sur l'activité des établissements de crédit en 1995.

1. Les résultats sociaux en 1995

1.1. *Le produit net bancaire et le produit global d'exploitation de l'ensemble des établissements de crédit ont légèrement progressé*

Après une diminution de 7,7 % en 1994, le produit net bancaire, mesuré en francs courants, de l'ensemble des établissements assujettis, sur toutes leurs zones d'activité, s'est accru de 3,2 % en 1995. Le montant ainsi atteint reste toutefois inférieur de 4,6 % à celui de 1993. Le produit global d'exploitation² a suivi une évolution comparable, bien que légèrement plus accentuée (+ 4,1 % en 1995).

L'augmentation de ces soldes s'explique principalement par l'augmentation des produits nets sur opérations de marché et, en particulier, par la nette réduction des charges nettes sur les opérations sur titres. Celle-ci résulte, pour l'essentiel, de la vive croissance des produits dégagés par la gestion des portefeuilles de titres (+ 57,7 %). La baisse des taux a, en effet, contribué à accroître la valeur du portefeuille obligataire et explique les performances exceptionnelles réalisées, en particulier, sur la catégorie des titres de transaction (évalués à leur valeur de marché). Cet accroissement des gains nets sur les opérations de marché, qui a succédé à leur recul sur 1994, a compensé la poursuite, moins rapide, du mouvement tendanciel de dégradation de la rentabilité brute des activités d'intermédiation bancaire traditionnelle. Ainsi, le produit net tiré des opérations avec la clientèle a, pour la troisième année consécutive, enregistré une baisse (- 2,6 % sur l'ensemble de l'activité en 1995), sous l'effet de la diminution, limitée mais persistante, des encours de crédit (- 0,2 % en 1995) et de la baisse, même atténuée, de la marge dégagée sur ces opérations (de 3,74 % à 3,70 %). L'amélioration sensible des résultats sur les autres opérations d'intermédiation (entendues au sens large, et englobant notamment les opérations sur titres) a toutefois permis à la marge globale d'intermédiation de se redresser (de 1,14 % à 1,40 %).

La marge bancaire globale³, qui comprend les opérations sur instruments financiers à terme, reste stable sur l'ensemble de l'activité entre 1994 et 1995 (de 1,93 % à 1,92 %).

1.2. *La poursuite de la maîtrise des frais généraux et du recul des charges liées aux risques de crédit a permis au résultat net de redevenir bénéficiaire*

La hausse des frais généraux en 1995 a été limitée à 1,2 % (1,1 % en 1994) pour l'ensemble de l'activité des établissements de crédit. Les charges de personnel se sont accrues de 2,0 % et les autres charges générales d'exploitation de 0,2 %. Cette stabilisation des coûts opératoires, conjuguée à l'augmentation du produit global d'exploitation, s'est traduite par une amélioration du coefficient net global d'exploitation — rapportant les frais de structure au produit global d'exploitation — qui est

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 FRF 150 TTC chacun, auprès du service Relations avec le public de la Banque de France (75049 Paris Cedex 01 — Tél. : 01 42 92 39 08).

² 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).

³ 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

passé de 76,9 % à 74,8 % et une progression de 13,2 % du résultat brut d'exploitation, sur l'ensemble de l'activité.

La réduction des dotations nettes aux provisions pour risques de crédit et des pertes sur créances irrécupérables enregistrée en 1994 (- 15,1 %) s'est poursuivie en 1995 (- 15,6 %). Cette évolution a reflété la poursuite de l'amélioration de la situation financière des emprunteurs, même si les charges de provisionnement ont encore été élevées sur l'immobilier. Aussi, le résultat net, qui avait été négatif pour l'ensemble du système bancaire en 1994 (- 11 milliards de francs), est-il redevenu bénéficiaire, en 1995, de 7,4 milliards de francs. Ce montant reste toutefois d'ampleur limitée et la rentabilité du système bancaire français demeure médiocre avec un coefficient de rentabilité des fonds propres (ou ROE) de tout juste 1,0 % et un coefficient de rendement des actifs (ou ROA) de 0,04 %.

RÉSULTATS SOCIAUX DE L'EXERCICE 1995			
Ensemble des établissements assujettis – Ensemble de l'activité			
	(en milliards de francs)		
	1994	1995	Variation (en pourcentage)
Produit net bancaire.....	335	346	3,20
Produit global d'exploitation.....	342	356	4,10
Frais généraux.....	248	252	1,10
Résultat brut d'exploitation.....	79	90	- 13,23
Dotations nettes provisions et pertes.....	77	65	- 15,60
Résultat net.....	- 11	7	-

Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

2. Les résultats consolidés en 1995

L'étude des résultats consolidés des huit principaux groupes d'établissements de crédit de la place fait ressortir des tendances différentes de celles constatées sur les résultats sociaux, au moins au niveau de la rentabilité brute : une poursuite, moins rapide, de la diminution du produit net bancaire (- 2,6 %) et du produit global d'exploitation (- 5,5 %) et une réduction sensible de la rentabilité brute (- 16,0 %) malgré une diminution des frais généraux (- 0,7 %). La rentabilité finale suit, en revanche, une évolution conforme à celle des résultats sociaux : un net recul des charges liées à la couverture du risque de crédit (- 39,7 %) et une forte augmentation du bénéfice net (qui passe de 967 millions de francs en 1994 à 9,4 milliards de francs en 1995). Ce résultat provient des filiales étrangères et, à moindre égard, des maisons mères, tandis que les filiales françaises enregistrent une légère perte.

3. La rentabilité des grandes banques internationales en 1995

Dans un contexte de croissance économique relativement soutenue dans la plupart des pays sous revue¹, le produit net bancaire, examiné sur les cinq principaux groupes bancaires, a augmenté — avec une intensité variable — dans tous les pays de l'échantillon (+ 4,9 % en moyenne). Si les gains nets tirés de l'intermédiation ont faiblement progressé, les autres produits nets (notamment sur opérations de marché) ont connu une augmentation souvent vive.

La bonne maîtrise des charges d'exploitation a entraîné une diminution quasi généralisée du coefficient net d'exploitation et une augmentation du résultat brut d'exploitation supérieure à celle du produit net bancaire (+ 16,4 % en moyenne).

Globalement, l'amélioration de la qualité des actifs a eu un impact favorable sur l'évolution de la rentabilité finale. Dans tous les pays, à l'exception notable du Japon, la contrainte de provisionnement a été moins forte en 1995 que sur les exercices précédents. Aussi le résultat net de la plupart des systèmes bancaires sous revue s'inscrit-il en hausse substantielle, les banques américaines et britanniques enregistrant de nouveau les bénéfices cumulés les plus élevés. Seules les banques japonaises, qui ont provisionné une part de leurs importantes créances douteuses (sur les *jusen* notamment), ont de nouveau subi une perte nette, qui s'est notablement creusée.

4. Les résultats sur le premier semestre 1996

Dans un contexte économique morose (qui se traduit par la faiblesse de la croissance économique nationale), mais financièrement favorable (détente sur les taux d'intérêt à court terme), les établissements de crédit français ont enregistré une amélioration de leur rentabilité au cours du premier semestre 1996.

Le produit net bancaire et le produit global d'exploitation de l'ensemble des établissements de crédit, mesurés sur toutes leurs zones d'activité, se sont respectivement accrus de 6,3 % et 10,3 % de juin 1995 à juin 1996. Cette augmentation a résulté essentiellement des opérations de marché (opérations sur titres et opérations sur instruments financiers à terme) et des activités à l'international. En revanche, le produit net des opérations avec la clientèle a de nouveau fléchi par rapport au premier semestre de l'exercice précédent. La demande de crédit est, en effet, restée atone, même si l'on a constaté une reprise partielle de certaines catégories de crédit, aux particuliers principalement. La vive concurrence à laquelle se livrent les établissements de crédit n'a pas permis, en outre, de redresser les marges sur ces opérations.

Les frais de structure sont restés maîtrisés (les frais généraux progressant de 2 %). Aussi le résultat brut d'exploitation s'est-il sensiblement accru (+ 35,9 %), et le coefficient net global d'exploitation s'est-il inscrit en diminution, pour devenir légèrement inférieur à 70 %.

Après le net recul observé lors de l'exercice précédent, la charge liée au risque de crédit s'accroît de nouveau. Il semble que cette progression a été principalement imputable à la réalisation de risques sur les petites et moyennes entreprises, tandis que le risque lié au secteur immobilier a paru, en revanche, se stabiliser, après les importants efforts de provisionnement réalisés ces dernières années.

Cette évolution est venue peser sur le résultat net, qui s'est toutefois inscrit en hausse de 15,7 %, s'établissant ainsi pour l'ensemble de l'échantillon à 28,7 milliards de francs.

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

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES AU TROISIÈME TRIMESTRE 1996

Les résultats de l'enquête-titres pour le troisième trimestre 1996 reflètent l'atonie du marché des actions, malgré la détente des taux d'intérêt constatée en fin de période, et l'amélioration du marché des obligations, en dépit du ralentissement des achats des sociétés d'assurance-vie.

Le fait marquant du troisième trimestre 1996 est la poursuite, quoiqu'à un rythme moins élevé qu'au cours de la période précédente, des investissements en obligations étrangères, plus particulièrement par les sociétés et les non-résidents.

L'examen des comportements sectoriels montre notamment que :

- le portefeuille des *ménages*, après correction des indices de cours, a peu évolué d'un trimestre à l'autre ;
- l'épargne investie en valeurs mobilières par les *sociétés* a fortement augmenté (+ 6,6 %, contre - 1,1 % au trimestre précédent), principalement en raison de la progression des actions françaises cotées et des obligations étrangères ;

- les *entreprises d'assurance et caisses de retraite* ont poursuivi leurs placements en titres étrangers (de l'ordre de + 8 % en actions et en obligations). À l'inverse, leurs investissements en obligations françaises se sont considérablement ralentis au troisième trimestre ;
- les *non-résidents* sont restés acheteurs nets de titres étrangers, essentiellement d'obligations, et de titres français, actions françaises cotées principalement ;
- le portefeuille des *OPCVM* a augmenté légèrement au cours du trimestre sous revue.

À fin septembre 1996, on dénombrait dans l'enquête *12,4 millions de comptes-titres de ménages* dont environ *2,6 millions de plans d'épargne en action* (PEA).

Le portefeuille moyen des ménages était de 153 000 francs, contre 139 000 francs environ un an plus tôt. Le montant moyen des PEA s'établissait à 75 000 francs, soit une augmentation de 20 % par rapport à fin septembre 1995.

L'enquête porte sur les opérations de la clientèle, à l'exclusion de celles que les établissements informateurs effectuent pour leur propre compte.

L'échantillon couvrait, à fin septembre 1996, *58,3 % des actions françaises cotées, 85,1 % des obligations françaises et 76,0 % des titres d'OPCVM français*.

Les résultats sont présentés, pour ce qui concerne les titres d'OPCVM, selon la classification mise en place par la Commission des opérations de bourse au 1^{er} janvier 1994.

HERVÉ GRANDJEAN
LYDIE MARCHAND
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

1. Résultats globaux

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

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
	(en pourcentage)	
	Juin 1996	Septembre 1996
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	56,9	58,3
Obligations françaises	85,7	85,1
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	76,9	75,9
OPCVM monétaires	84,5	83,5
Réalisation : Banque de France DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82	Mise à jour le 7 janvier 1997	

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin septembre 1996 est en légère augmentation par rapport au trimestre précédent pour les actions françaises (+ 1,4 point). En revanche, elle diminue pour les obligations françaises (- 0,6 point) et les titres d'OPCVM français (- 1 point).

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

STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE				
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Actions françaises cotées.....	31,3	30,8	40,7	39,4
Obligations françaises	68,7	69,2	59,3	60,6
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82	Mise à jour le 7 janvier 1997			

Comme pour les enquêtes précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête-titres que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est supérieur à 8 points. Les actions émises au nominatif pur, conservées et gérées par les émetteurs, expliquent la sous-représentativité des actions cotées dans l'enquête dans la mesure où cette catégorie de titres n'est pas appréhendée par l'actuel circuit de collecte des informations, constitué par les conservations des principaux établissements dépositaires de titres.

1.3. Évolution des portefeuilles selon les catégories de titres

ÉVOLUTION DES ENCOURS ET STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES

(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)

	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Septembre 1996/ Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS.....	2 026 447	2 046 784	1,0		
Françaises cotées.....	1 642 722	1 661 876	1,2	19,6	19,2
Françaises non cotées.....	114 264	114 024	-0,2	1,4	1,3
Étrangères.....	269 461	270 884	0,5	3,2	3,1
OBLIGATIONS.....	4 179 024	4 383 030	4,9		
Françaises.....	3 608 815	3 740 158	3,6	43,0	43,3
Étrangères.....	570 209	642 872	12,7	6,8	7,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 145 988	2 164 382	0,9		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	921 829	914 600	-0,8	11,0	10,6
OPCVM obligataires et titres de créances.....	495 767	506 135	2,1	5,9	5,9
OPCVM actions.....	201 943	205 349	1,7	2,4	2,4
OPCVM diversifiés.....	103 960	104 511	0,5	1,2	1,2
OPCVM garantis.....	57 672	58 758	1,9	0,7	0,7
Autres titres d'OPCVM.....	364 817	375 029	2,8		
OPCVM monétaires.....	152 713	158 440	3,8	1,8	1,8
Autres titres d'OPCVM.....	212 104	216 589	2,1	2,5	2,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	42 886	40 606	-5,3	0,5	0,5
TOTAL.....	8 394 345	8 634 802	2,9	100,0	100,0

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

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Au cours du troisième trimestre 1996, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a augmenté de 2,9 % (+ 2,5 % au cours de la même période de 1995).

Les portefeuilles en actions françaises cotées détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM et les portefeuilles en obligations françaises et en titres d'OPCVM obligataires et titres de créances confondus ont progressé, respectivement, d'environ 1,2 % et 3,5 %.

Par ailleurs, l'encours global des titres d'OPCVM a augmenté de 0,7 % (- 0,1 % au trimestre précédent). Parmi ceux-ci, les titres d'OPCVM monétaires sont restés quasiment stables (- 0,1 %).

Les statistiques d'*Européformance* indiquent des résultats voisins, l'encours des Sicav diminuant de 0,1 % au troisième trimestre 1996 (contre une baisse de 0,5 % au trimestre précédent).

Les performances enregistrées par toutes les catégories de Sicav (+ 18 milliards de francs) n'ont pas compensé totalement l'excédent des rachats sur les souscriptions (19,5 milliards, dont 13 milliards pour les seules Sicav de trésorerie).

Les souscriptions nettes négatives des *Sicav obligataires* (- 4,6 milliards de francs) ont été largement compensées par l'effet performance (+ 10,7 milliards).

La valorisation et les souscriptions nettes des Sicav actions et diversifiées ont été négatives du même montant (- 1,8 milliard de francs).

Les évolutions du troisième trimestre 1996 ont peu modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était à la fin du mois de juin 1996.

1.4. Évolution des marchés selon les catégories de titres

	ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES				
	(capitalisation en milliards de francs)				
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)
	Juin 1996	Septembre 1996	Septembre 1996/ Juin 1996	Septembre 1996/ Juin 1996	Septembre 1996/ Juin 1996
Actions françaises cotées.....	2 889	2 853	-1,2	-1,3	1,2
Obligations françaises.....	4 211	4 395	4,4	3,5	3,6
Titres d'OPCVM français (c)	2 792	2 851	2,1	—	0,9
– OPCVM monétaires.....	1 271	1 285	1,1	—	-0,1
Valeurs étrangères	—	—	—	—	8,1

(a) Sources : COB – Sicovam
(b) Indice SBF 250 pour les actions françaises cotées et indice Crédit lyonnais pour les obligations françaises
(c) Actif net des OPCVM

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

L'évolution de la valeur des portefeuilles pendant la période considérée résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes¹.

Au troisième trimestre 1996, la hausse des portefeuilles d'actions françaises cotées dans l'enquête (1,2 %) a été du même ordre que celles des cours boursiers (1,3 % pour l'indice SBF 250). On notera toutefois qu'en dépit de cette progression de la cote, la capitalisation boursière des actions s'est réduite de 1,2 %.

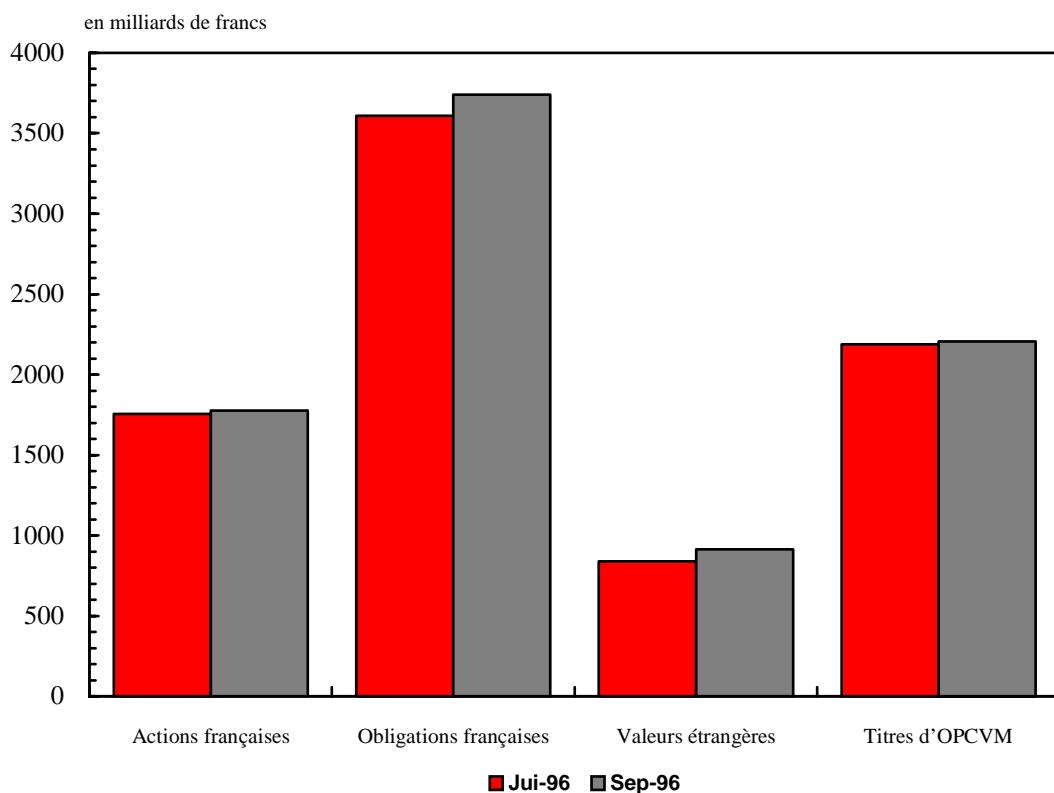
Pour les *obligations françaises*, l'enquête-titres fait apparaître une augmentation des encours proche de celle de l'indice Crédit lyonnais (respectivement 3,6 % et 3,5 %), laissant à penser que le solde des transactions sur ces valeurs a été légèrement positif.

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

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* recensés dans l'enquête a progressé de 0,9 %, alors que l'actif net de ces organismes enregistre une hausse de 2,1 %¹. Pour les *titres d'OPCVM monétaires*, les évolutions sont également très proches (+ 1,1 % et - 0,1 %).

On observe enfin, dans la continuité des trimestres précédents, une progression importante des valeurs étrangères dans l'enquête (8,1 %).

ÉVOLUTION DES PORTEFEUILLES DE LA CLIENTÈLE-TITRES



Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 10 janvier 1997

¹ Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

2. Répartition des valeurs selon les groupes de porteurs

2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

Au troisième trimestre 1996, l'augmentation globale des encours (2,9 %) résulte d'évolutions plus ou moins contrastées des portefeuilles des groupes de porteurs. Les modifications les plus remarquables sont enregistrées par les portefeuilles de non-résidents (+ 7,2 %), des sociétés (+ 6,6 %) et des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (+ 3,8 %) ; en revanche, ceux des associations et groupements divers, des administrations publiques et des ménages accusent une baisse (respectivement - 3,9 %, - 3,1 % et - 0,4 %).

Le portefeuille des ménages

	ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES				
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS.....	434 143	428 262	-1,4		
Françaises cotées	326 151	320 270	-1,8	17,1	16,9
Françaises non cotées.....	40 694	43 298	6,4	2,1	2,3
Étrangères.....	67 298	64 694	-3,9	3,5	3,4
OBLIGATIONS.....	537 336	543 179	1,1		
Françaises	516 705	521 429	0,9	27,1	27,5
Étrangères.....	20 631	21 750	5,4	1,1	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	911 582	906 582	-0,5		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	287 945	282 334	-1,9	15,1	14,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	352 645	353 241	0,2	18,5	18,6
OPCVM actions.....	132 654	133 504	0,6	7,0	7,0
OPCVM diversifiés.....	34 007	31 263	-8,1	1,8	1,6
OPCVM garantis	46 037	47 258	2,7	2,4	2,5
Autres titres d'OPCVM	58 294	58 982	1,2		
OPCVM monétaires.....	19 063	19 130	0,4	1,0	1,0
Autres titres d'OPCVM.....	39 231	39 852	1,6	2,1	2,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	22 583	20 570	-8,9	1,2	1,1
TOTAL.....	1 905 644	1 898 593	-0,4	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Les portefeuilles des *ménages*, qui représentent 24,1 % des valeurs couvertes par l'enquête, après être restés stables au cours du trimestre précédent, enregistrent une légère diminution (de 0,4 %) au cours du troisième trimestre 1996. Toutefois, les évolutions ont été différentes selon les catégories de titres.

Les encours d'*actions françaises cotées* diminuent par rapport au trimestre précédent (- 1,8 %, contre + 3,8 %), contrairement aux obligations françaises (+ 0,9 %, contre - 0,4 %).

Les portefeuilles en *titres d'OPCVM français* se sont de nouveau réduits (- 0,5 %), contre - 2,9 % au trimestre précédent. La diminution a concerné essentiellement deux catégories de valeurs, les titres d'*OPCVM diversifiés* (- 8,1 %) et les *titres d'OPCVM monétaires* (- 1,8 %).

Entre juin et septembre 1996, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises cotées et d'obligations françaises ont baissé, respectivement, de 0,5 % et 2,6 %.

La *structure du portefeuille des ménages* n'a pas subi de modification importante au cours du troisième trimestre 1996.

Dans le portefeuille des ménages, le PEA bancaire représentait 196,7 milliards de francs à fin septembre 1996.

**STRUCTURE PAR VALEURS
DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA
au 30 septembre 1996**

	Encours des portefeuilles-titres		Encours des PEA		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (en pourcentage)
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions.....	363 440	35,7	78 314	39,8	21,5
Obligations.....	521 399	51,2	37 210	18,9	7,1
Titres d'OPCVM actions.....	133 465	13,1	81 195	41,3	60,8
TOTAL.....	1 018 304	100,0	196 719	100,0	19,2

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Il ressort du tableau précédent que, dans les portefeuilles titres, la part des titres d'OPCVM actions est nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 23 points), l'inverse est observé dans les PEA (écart de 1,5 point au bénéfice des OPCVM actions).

On remarque par ailleurs que, dans les portefeuilles-titres, l'importance relative des titres gérés sous dossier PEA est presque trois fois plus grande pour les titres d'OPCVM actions que pour les actions gérées en direct (respectivement 60,8 % et 21,5 %).

Le portefeuille des sociétés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage) Septembre 1996/ Juin 1996	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS.....	301 628	320 245	6,2		
Françaises cotées.....	208 318	228 353	9,6	21,2	21,8
Françaises non cotées.....	38 092	36 929	-3,1	3,9	3,5
Étrangères.....	55 218	54 963	-0,5	5,6	5,2
OBLIGATIONS.....	247 528	276 751	11,8		
Françaises.....	199 726	220 973	10,6	20,3	21,1
Étrangères.....	47 802	55 778	16,7	4,9	5,3
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	426 840	444 104	4,0		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	302 989	315 625	4,2	30,8	30,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	33 169	36 158	9,0	3,4	3,5
OPCVM actions.....	8 245	9 261	12,3	0,8	0,9
OPCVM diversifiés.....	15 402	15 359	-0,3	1,6	1,5
OPCVM garantis	3 239	3 572	10,3	0,3	0,3
Autres titres d'OPCVM	63 796	64 129	0,5		
OPCVM monétaires.....	42 068	43 078	2,4	4,3	4,1
Autres titres d'OPCVM	21 728	21 051	-3,1	2,2	2,0
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	6 337	6 245	-1,5	0,6	0,6
TOTAL.....	982 333	1 047 345	6,6	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Les *portefeuilles des sociétés* (13,3 % des valeurs de l'enquête), en légère baisse au deuxième trimestre 1996 (- 1,1 %), se sont fortement développés au troisième trimestre (+ 6,6 %).

Les obligations françaises et les actions françaises cotées ont contribué à hauteur de, respectivement, 2,2 points et 2 points à la progression des portefeuilles.

Corrigés de l'évolution des indices de cours, les *obligations* et les *actions françaises cotées* détenues par les sociétés ont augmenté de 7,1 % et de 10,9 %.

Par ailleurs, les encours d'obligations étrangères et de titres d'OPCVM (monétaires pour l'essentiel) ont progressé respectivement de 16,7 % et de 4,0 %.

La *structure des portefeuilles des sociétés* a subi de faibles modifications au cours du troisième trimestre de l'année 1996. La part relative des obligations françaises a légèrement augmenté (+ 0,8 point), de même que celle des actions françaises cotées (+ 0,6 point). Ce transfert s'est fait essentiellement au détriment des titres d'OPCVM français (- 1 point).

Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite**ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE
ET DES CAISSES DE RETRAITE**

(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)

	Encours		Variation (en pourcentage) Septembre 1996/ Juin 1996	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS.....	179 227	183 229	2,2		
Françaises cotées.....	154 163	156 709	1,7	7,6	7,4
Françaises non cotées.....	3 296	3 024	-8,3	0,2	0,1
Étrangères	21 768	23 496	7,9	1,1	1,1
OBLIGATIONS.....	1 485 334	1 553 939	4,6		
Françaises	1 286 622	1 338 663	4,0	63,3	63,4
Étrangères	198 712	215 276	8,3	9,8	10,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	364 756	369 816	1,4		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	87 073	82 402	-5,4	4,3	3,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	63 634	65 959	3,7	3,1	3,1
OPCVM actions.....	48 330	50 064	3,6	2,4	2,4
OPCVM diversifiés.....	31 597	33 109	4,8	1,6	1,6
OPCVM garantis.....	3 523	3 227	-8,4	0,2	0,2
Autres titres d'OPCVM.....	130 599	135 055	3,4		
OPCVM monétaires.....	48 652	49 371	1,5	2,4	2,3
Autres titres d'OPCVM	81 947	85 684	4,6	4,0	4,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	4 418	4 370	-1,1	0,2	0,2
TOTAL.....	2 033 735	2 111 354	3,8	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Les portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (26,8 % des valeurs de l'enquête) ont progressé de 3,8 % au troisième trimestre 1996 (+ 6,3 % au trimestre précédent), dans le prolongement de la tendance amorcée à la fin de l'année 1994. Les obligations françaises et étrangères ont contribué respectivement pour 2,6 points et 0,6 point à l'augmentation des encours.

Corrigés des indices de cours, l'accroissement des portefeuilles d'*actions françaises cotées* (3,0 %) a été nettement supérieur à celui observé sur les *obligations françaises* (+ 0,5 %).

Les chiffres du tableau précédent reflètent l'importance des fonds collectés par les sociétés d'assurance, principalement au titre de l'assurance-vie.

À fin septembre 1996, les titres d'OPCVM occupent la deuxième place dans le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (17,7 %), loin cependant après les obligations françaises (63,4 %).

Par ailleurs, la *part relative* des obligations étrangères est supérieure à celle des actions françaises cotées dans les encours de valeurs mobilières détenus par ce secteur (respectivement 10,2 %, contre 7,4 %).

Le portefeuille des associations et groupements divers

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS					
	Encours		Variation (en pourcentage) Septembre 1996/ Juin 1996	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
	ACTIONS.....	11 427	11 210	-1,9	
Françaises cotées	7 908	7 367	-6,8	4,4	4,3
Françaises non cotées.....	1 325	1 591	20,1	0,7	0,9
Étrangères	2 194	2 252	2,6	1,2	1,3
OBLIGATIONS.....	46 061	45 978	-0,2		
Françaises	36 417	35 155	-3,5	20,2	20,3
Étrangères.....	9 644	10 823	12,2	5,4	6,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	121 574	115 067	-5,4		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	87 667	81 529	-7,0	48,7	47,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	14 500	15 781	8,8	8,0	9,1
OPCVM actions.....	1 814	1 866	2,9	1,0	1,1
OPCVM diversifiés.....	2 697	2 914	8,0	1,5	1,7
OPCVM garantis	1 121	1 158	3,3	0,6	0,7
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	<i>13 775</i>	<i>11 819</i>	<i>-14,2</i>		
OPCVM monétaires.....	10 240	8 776	-14,3	5,7	5,1
Autres titres d'OPCVM	3 535	3 043	-13,9	2,0	1,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 115	960	-13,9	0,6	0,6
TOTAL.....	180 177	173 215	-3,9	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Le portefeuille des *associations et groupements divers* (2,2 % des valeurs de l'enquête) accuse une baisse sensible de 3,9 % au troisième trimestre 1996 ; la contribution des OPCVM monétaires à cette évolution s'élève à 4,2 points.

En conséquence, la *structure des portefeuilles des associations et groupements divers* a subi quelques changements au troisième trimestre 1996. La part relative des OPCVM s'est réduite de 1 point au profit de celle des obligations françaises (+ 0,1 point) et étrangères (+ 0,8 point).

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

Le portefeuille des administrations publiques

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES					
(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)					
	Encours		Variation (en pourcentage) Septembre 1996/ Juin 1996	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS	48 583	43 429	-10,6		
Françaises cotées.....	48 409	43 273	-10,6	26,8	24,8
Françaises non cotées.....	28	8	-71,4	0,0	0,0
Étrangères	146	148	1,4	0,1	0,1
OBLIGATIONS.....	61 850	60 233	-2,6		
Françaises	59 859	58 196	-2,8	33,2	33,3
Étrangères	1 991	2 037	2,3	1,1	1,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	69 913	71 149	1,8		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	36 498	33 889	-7,1	20,2	19,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	5 332	7 369	38,2	3,0	4,2
OPCVM actions.....	2 141	1 867	-12,8	1,2	1,1
OPCVM diversifiés.....	909	1 351	48,6	0,5	0,8
OPCVM garantis.....	1 007	863	-14,3	0,6	0,5
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	<i>24 026</i>	<i>25 810</i>	<i>7,4</i>		
OPCVM monétaires.....	8 136	9 912	21,8	4,5	5,7
Autres titres d'OPCVM	15 890	15 898	0,1	8,8	9,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	19	21	10,5	0,0	0,0
TOTAL.....	180 365	174 832	-3,1	100,0	100,0

Après avoir été stables au deuxième trimestre 1996, les portefeuilles des administrations publiques (2,2 % des valeurs de l'enquête) enregistrent un recul au troisième trimestre 1996 (-3,1 %).

Les actions françaises cotées ont contribué à hauteur de 2,8 points à cette baisse.

Les *obligations françaises* représentent environ un tiers des encours des portefeuilles des administrations publiques, contre 25,1 % pour les titres d'OPCVM monétaires et 24,8 % pour les actions francaises cotées.

Le portefeuille des non-résidents

	ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS				
	Encours		Variation (en pourcentage) Septembre 1996/ Juin 1996	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS.....	588 917	616 723	4,7		
Françaises cotées	565 149	589 738	4,4	53,6	52,2
Françaises non cotées.....	6 541	6 073	-7,2	0,6	0,5
Étrangères.....	17 227	20 912	21,4	1,6	1,8
OBLIGATIONS.....	440 203	487 880	10,8		
Françaises	318 015	332 819	4,7	30,2	29,4
Étrangères.....	122 188	155 061	26,9	11,6	13,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	23 689	24 370	2,9		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	10 380	10 475	0,9	1,0	0,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	4 293	4 455	3,8	0,4	0,4
OPCVM actions.....	1 982	2 323	17,2	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	1 277	1 479	15,8	0,1	0,1
OPCVM garantis	297	263	-11,4	0,0	0,0
Autres titres d'OPCVM	5 460	5 375	-1,6		
OPCVM monétaires.....	1 903	1 557	-18,2	0,2	0,1
Autres titres d'OPCVM	3 557	3 818	7,3	0,3	0,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 464	1 424	-2,7	0,1	0,1
TOTAL.....	1 054 273	1 130 397	7,2	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Les portefeuilles des non-résidents recensés dans l'enquête (14,3 % de l'ensemble des valeurs) ont augmenté de 7,2 % au troisième trimestre 1996 (+ 4,7 % au deuxième trimestre).

Corrigées de l'évolution des indices de cours, les *actions françaises cotées* ont augmenté de 5,7 %. Les non-résidents ont été également acheteurs nets en obligations étrangères (32,9 milliards de francs de variation d'encours) et, dans une moindre mesure, en obligations françaises (+ 1,2 % en volume, contre - 3,0 % au deuxième trimestre).

De juin à septembre 1996, la *part relative des obligations étrangères* s'est accrue d'environ 2 points, notamment au détriment de celle des obligations françaises et des actions françaises cotées.

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

Le portefeuille des établissements de crédit et assimilés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Septembre 1996/ Juin 1996	Juin 1996
					Septembre 1996
ACTIONS.....	159 766	144 959	-9,3		
Françaises cotées.....	113 405	100 786	-11,1	15,5	13,5
Françaises non cotées.....	18 299	17 581	-3,9	2,5	2,4
Étrangères.....	28 062	26 592	-5,2	3,8	3,6
OBLIGATIONS.....	443 266	466 335	5,2		
Françaises.....	375 424	393 143	4,7	51,2	52,7
Étrangères.....	67 842	73 192	7,9	9,3	9,8
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	127 347	132 180	3,8		
OPCVM « maison »					
OPCVM monétaires.....	53 889	54 677	1,5	7,4	7,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	16 030	17 102	6,7	2,2	2,3
OPCVM actions.....	2 419	2 095	-13,4	0,3	0,3
OPCVM diversifiés.....	11 983	12 908	7,7	1,6	1,7
OPCVM garantis.....	1 191	1 211	1,7	0,2	0,2
Autres titres d'OPCVM.....	41 835	44 187	5,6		
OPCVM monétaires.....	4 527	5 606	23,8	0,6	0,8
Autres titres d'OPCVM.....	37 308	38 581	3,4	5,1	5,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2 592	2 653	2,4	0,4	0,4
TOTAL.....	732 971	746 127	1,8	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

Les résultats du tableau ci-dessus ne représentent que de façon partielle l'*évolution et la structure du portefeuille des établissements de crédit*, les portefeuilles propres de ces établissements n'étant recensés dans l'enquête que lorsqu'ils sont gérés par d'autres organismes.

Le portefeuille des OPCVM

	ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES OPCVM				
	Encours		Variation (en pourcentage) Septembre 1996/ Juin 1996	Structure	
	Juin 1996	Septembre 1996		Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS	302 756	298 727	-1,3		
Françaises cotées	219 219	215 380	-1,8	16,5	15,9
Françaises non cotées.....	5 989	5 520	-7,8	0,5	0,4
Étrangères.....	77 548	77 827	0,4	5,9	5,8
OBLIGATIONS.....	917 446	948 735	3,4		
Françaises	816 047	839 780	2,9	61,6	62,1
Étrangères.....	101 399	108 955	7,5	7,7	8,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	100 287	101 114	0,8		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	55 388	53 669	-3,1	4,2	4,0
OPCVM obligataires et titres de créances.....	6 164	6 070	-1,5	0,5	0,4
OPCVM actions.....	4 358	4 369	0,3	0,3	0,3
OPCVM diversifiés.....	6 088	6 128	0,7	0,5	0,5
OPCVM garantis	1 257	1 206	-4,1	0,1	0,1
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	<i>27 032</i>	<i>29 672</i>	<i>9,8</i>		
OPCVM monétaires.....	18 124	21 010	15,9	1,4	1,6
Autres titres d'OPCVM	8 908	8 662	-2,8	0,7	0,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	4 358	4 363	0,1	0,3	0,3
TOTAL.....	1 324 847	1 352 939	2,1	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

L'encours total des *OPCVM* (17,2 % des valeurs de l'enquête) a légèrement augmenté au cours du troisième trimestre 1996 (de 2,1 %, contre + 1,6 % au trimestre précédent).

En volume, les *obligations françaises*, qui représentaient près de 62,1 % de la valeur des portefeuilles de ce secteur à fin septembre 1996, ont baissé de 0,6 %. À l'inverse, les *obligations étrangères* ont progressé très sensiblement (de 7,5 milliards de francs).

La *structure des portefeuilles des OPCVM* à fin septembre 1996 a peu évolué par rapport au trimestre précédent ; toutefois, on peut remarquer que la part relative des obligations augmente de 0,9 point au détriment de celle des actions (- 0,8 point).

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

2.2. Répartition par groupes de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit

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

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
	(en pourcentage)					
	Actions					
	Françaises cotées		Françaises non cotées		Étrangères	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Ménages.....	21,3	20,5	42,4	44,9	27,9	26,5
Sociétés.....	13,6	14,6	39,7	38,3	22,9	22,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	10,1	10,0	3,4	3,1	9,0	9,6
Associations et groupements divers.....	0,5	0,5	1,4	1,6	0,9	0,9
Administrations publiques.....	3,2	2,8	0,0	0,0	0,1	0,1
Non-résidents.....	37,0	37,8	6,8	6,3	7,1	8,6
OPCVM	14,3	13,8	6,2	5,7	32,1	31,9
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	Titres d'OPCVM français				Titres d'OPCVM étrangers	
	OPCVM français		dont monétaires			
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Ménages.....	45,2	44,6	30,2	29,8	56,0	54,2
Sociétés.....	21,1	21,9	34,0	35,4	15,7	16,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	18,1	18,2	13,4	13,0	11,0	11,5
Associations et groupements divers.....	6,0	5,7	9,6	8,9	2,8	2,5
Administrations publiques.....	3,5	3,5	4,4	4,3	0,0	0,1
Non-résidents.....	1,2	1,2	1,2	1,2	3,6	3,8
OPCVM	5,0	5,0	7,2	7,4	10,8	11,5
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

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

(en pourcentage)

	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères		Juin 1996	Septembre 1996
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996		
Ménages.....	16,0	15,6	4,1	3,8	24,9	24,1
Sociétés.....	6,2	6,6	9,5	9,8	12,8	13,3
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	39,8	40,0	39,6	37,8	26,5	26,8
Associations et groupements divers.....	1,1	1,1	1,9	1,9	2,4	2,2
Administrations publiques.....	1,9	1,7	0,4	0,4	2,4	2,2
Non-résidents.....	9,8	9,9	24,3	27,2	13,8	14,3
OPCVM.....	25,2	25,1	20,2	19,1	17,3	17,2
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

La répartition des valeurs autres que celles détenues par les établissements de crédit s'est légèrement modifiée au cours du troisième trimestre 1996.

Les entreprises d'assurance et caisses de retraite, premiers détenteurs de valeurs mobilières, possédaient, à fin septembre 1996, 26,8 % des portefeuilles, contre 26,5 % à fin juin 1996. Elles devancent les ménages (24,1 %) et les OPCVM (17,2 %).

Les non-résidents restent en tête dans cette étude pour la détention des actions françaises cotées (37,8 %, contre 37,0 % à fin juin 1996) ; les ménages occupent la deuxième place (20,5 %).

Les obligations françaises étaient détenues à fin septembre 1996 par les entreprises d'assurance et les caisses de retraite à hauteur de 40 %.

À fin septembre 1996, les ménages détenaient presque la moitié des titres d'OPCVM français (44,6 %), soit 0,6 point de moins toutefois qu'à la fin du trimestre précédent. Les sociétés, avec 21,9 %, arrivaient en deuxième position pour la détention de ces valeurs.

En ce qui concerne la détention des titres d'OPCVM monétaires, on observe que les parts relatives des associations et groupements divers, des ménages et des entreprises d'assurance et caisses de retraite ont baissé respectivement de 0,7 point, de 0,4 point et 0,4 point au profit, pour l'essentiel, de celle des sociétés (+ 1,4 point).

2.3. Répartition par groupes de porteurs des obligations d'État autres que celles détenues par les établissements de crédit

Parmi les obligations, les *valeurs d'État* (autres que celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 48,1 % des obligations françaises recensées dans l'enquête à fin septembre 1996¹, sont détenues essentiellement par les entreprises d'assurance et caisses de retraite (39,0 %), les OPCVM (30,7 %) et les non-résidents (14,7 %).

Les parts relatives des obligations d'État détenues par les non-résidents et les OPCVM ont diminué, respectivement, de 0,2 point et 0,4 point. Symétriquement, le taux de détention des entreprises d'assurance et caisses de retraite a progressé de 0,7 point.

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AUTRES QUE CELLES DÉTENUES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Juin 1996	Septembre 1996
Ménages.....	7,0	6,8
Sociétés.....	5,2	5,7
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	38,3	39,0
Associations et groupements divers.....	0,7	0,6
Administrations publiques.....	2,9	2,6
Non-résidents.....	14,9	14,7
OPCVM.....	31,1	30,7
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0
(a) Sous-échantillon		
Réalisation : Banque de France DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 7 janvier 1997

¹ Pour un sous-échantillon représentant lui-même 86,3 % des encours d'obligations françaises

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

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
	(en pourcentage)					
	OPCVM « maison »		obligataires et titres de créances		actions	
	monétaires	obligataires et titres de créances	actions	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Ménages.....	33,2	32,8	73,5	72,2	66,5	65,7
Sociétés.....	34,9	36,7	6,9	7,4	4,1	4,6
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	10,0	9,6	13,3	13,5	24,2	24,6
Associations et groupements divers.....	10,1	9,5	3,0	3,2	0,9	0,9
Administrations publiques.....	4,2	3,9	1,1	1,5	1,1	0,9
Non-résidents.....	1,2	1,2	0,9	0,9	1,0	1,1
OPCVM.....	6,4	6,2	1,3	1,2	2,2	2,1
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
OPCVM « maison »						
		diversifiés		garantis		
		Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996	
Ménages.....		37,0	34,1	81,5	82,1	
Sociétés.....		16,7	16,8	5,7	6,2	
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....		34,4	36,1	6,2	5,6	
Associations et groupements divers.....		2,9	3,2	2,0	2,0	
Administrations publiques.....		1,0	1,5	1,8	1,5	
Non-résidents.....		1,4	1,6	0,5	0,5	
OPCVM.....		6,6	6,7	2,2	2,1	
TOTAL (hors établissements de crédit)		100,0	100,0	100,0	100,0	
Réalisation : Banque de France DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 7 janvier 1997						

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

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

(en pourcentage)

	OPCVM « non maison »			
	monétaires		autres titres d'OPCVM	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Ménages.....	12,9	12,5	22,4	22,4
Sociétés.....	28,4	28,2	12,4	11,8
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	32,8	32,3	46,9	48,1
Associations et groupements divers.....	6,9	5,7	2,0	1,7
Administrations publiques.....	5,5	6,5	9,1	8,9
Non-résidents.....	1,3	1,0	2,0	2,1
OPCVM.....	12,2	13,7	5,1	4,9
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
	OPCVM étrangers		TOTAL OPCVM	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
	56,0	54,2	45,4	44,8
Ménages.....	15,7	16,5	21,0	21,8
Sociétés.....	11,0	11,5	17,9	18,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	2,8	2,5	6,0	5,6
Associations et groupements divers.....	0,0	0,1	3,4	3,4
Administrations publiques.....	3,6	3,8	1,2	1,2
Non-résidents.....	10,8	11,5	5,1	5,1
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0

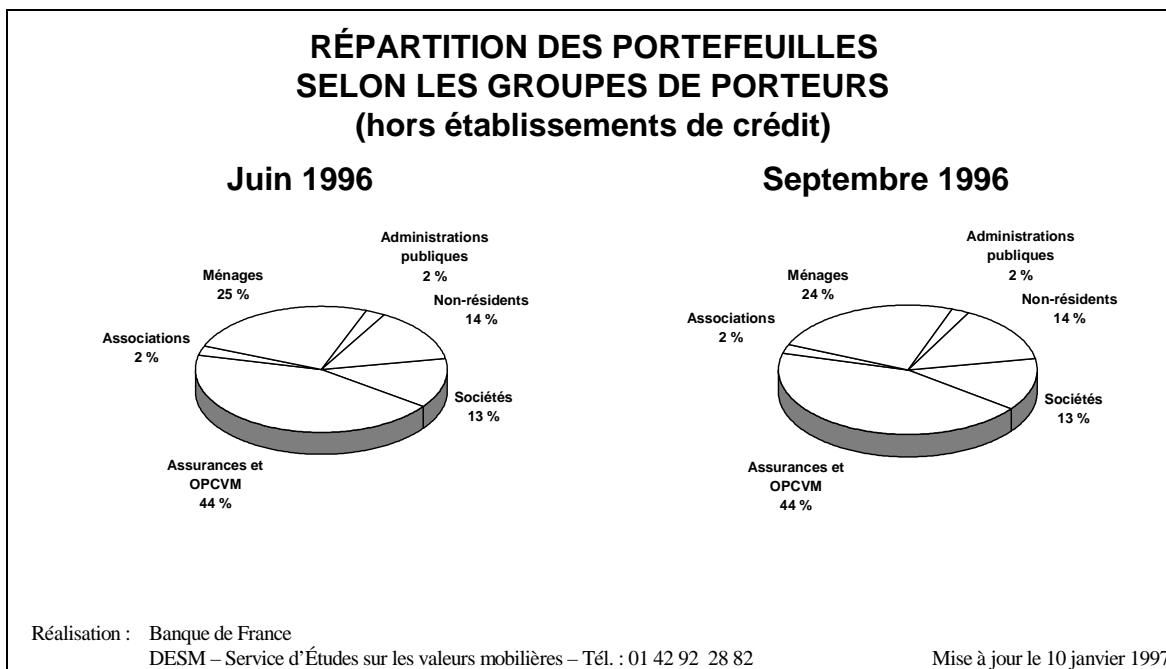
Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

À fin septembre 1996, les ménages détenaient 44,8 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements de crédit), contre 45,4 % à la fin du trimestre précédent (32,8 %, contre 33,2 %, pour les OPCVM monétaires « maison »¹ et 72,2 %, contre 73,5 %, pour les OPCVM obligataires et autres titres de créances). Les sociétés, au deuxième rang des détenteurs de titres d'OPCVM, possédaient 21,8 % du sous-ensemble analysé, contre 21,0 % à fin juin 1996 (36,7 %, contre 34,9 %, pour les OPCVM monétaires « maison »).



2.5. Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS

(en francs)

	Ménages		Sociétés	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Actions.....	34 466	34 513	945 510	990 051
Obligations.....	42 659	43 774	775 923	855 588
OPCVM.....	74 163	74 717	1 357 875	1 392 274
TOTAL.....	151 288	153 004	3 079 308	3 237 913

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

¹ Les OPCVM dont l'établissement est gestionnaire

Au 30 septembre 1996, on dénombrait dans l'enquête 12 408 786 comptes-titres des ménages (– 1,5 % par rapport à fin juin 1996), dont 2,63 millions de PEA environ (21,2 % du total des comptes-titres).

Le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires et les sociétés de bourse représentait 1,5 % du total, contre 30,6 % pour les trois grandes banques et 67,9 % pour les autres établissements.

Le tableau précédent montre qu'au troisième trimestre 1996 le montant du compte-titres moyen des ménages a progressé de 1,1 % et qu'il s'élevait à 153 004 francs à fin septembre. À la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 75 000 francs.

Le montant du compte-titres moyen des sociétés a augmenté, au cours de la même période, de 5,2 % (dont + 4,7 % pour sa composante actions, + 10,3 % pour les obligations et + 2,5 % pour les titres d'OPCVM). Il s'élevait à 3,2 millions de francs à fin septembre 1996.

3. Structure du portefeuille des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires¹, les trois grandes banques et dans les autres établissements

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

3.1. Structure du portefeuille des ménages

Aucune différence de structure importante n'apparaît entre juin et septembre 1996 dans les portefeuilles gérés par les différents groupes. Les titres d'OPCVM sont toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire (entre 47 % et 51 % à fin septembre 1996).

Un tiers environ du portefeuille est composé d'actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre respectivement 22 % et 12 % chez les trois grandes banques et les « autres établissements ».

¹ Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	31,9	31,1	21,9	22,0	12,1	11,8
Actions françaises non cotées.....	0,9	0,8	0,1	0,1	3,5	3,7
Actions étrangères.....	10,9	10,9	4,6	4,2	1,8	1,8
OBLIGATIONS						
Obligations françaises	8,6	8,9	22,5	22,7	32,6	33,0
Obligations étrangères.....	0,8	0,8	0,4	0,5	1,5	1,5
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM « maison »						
OPCVM monétaires.....	22,6	22,4	12,7	12,4	15,2	15,0
OPCVM obligataires et titres de créances.....	10,2	10,8	22,9	23,2	17,4	17,4
OPCVM actions.....	4,4	4,8	8,2	8,2	6,7	6,7
OPCVM diversifiés.....	3,3	3,3	1,9	1,8	1,5	1,3
OPCVM garantis.....	1,6	1,5	1,4	1,5	3,1	3,2
Autres titres d'OPCVM						
OPCVM monétaires.....	1,3	1,2	0,5	0,5	1,2	1,2
Autres titres d'OPCVM.....	1,5	1,7	1,3	1,3	2,6	2,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2,1	1,7	1,6	1,5	0,8	0,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 janvier 1997

3.2. Structure du portefeuille des sociétés

La structure du portefeuille des sociétés géré par les trois grandes banques, contrairement aux deux autres groupes de gestionnaires, s'est légèrement modifiée au cours du troisième trimestre 1996. La part des actions françaises cotées et celle des obligations françaises augmentent, respectivement, de 5,5 points et 1,8 point, au détriment principalement des OPCVM monétaires et des actions étrangères.

Les actions françaises et étrangères occupent une place importante chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse et chez les trois grandes banques (de l'ordre de 53 % et 32 %). Chez les « autres établissements », les titres d'OPCVM monétaires arrivent en première position (environ 35 %) devançant légèrement les obligations (33 %).

ENQUÊTES

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au troisième trimestre 1996

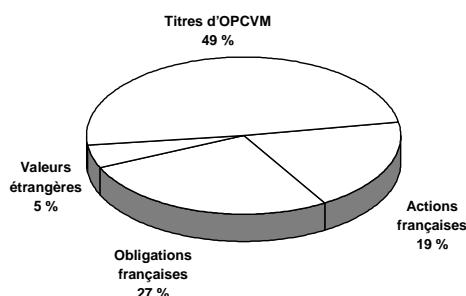
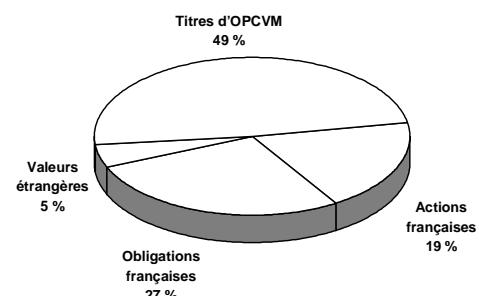
STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	34,2	33,9	22,9	28,4	10,4	9,5
Actions françaises non cotées.....	8,9	8,3	0,8	1,0	1,3	1,1
Actions étrangères	11,2	11,2	4,8	3,3	1,7	1,6
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	22,3	23,3	9,5	11,3	23,6	24,1
Obligations étrangères.....	3,0	3,1	1,6	1,3	7,7	8,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
<i>OPCVM « maison »</i>						
OPCVM monétaires.....	14,7	14,6	49,0	44,8	35,4	34,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	1,6	1,9	5,8	4,9	3,7	4,0
OPCVM actions.....	0,3	0,5	2,1	1,7	0,7	0,8
OPCVM diversifiés	2,0	1,8	1,0	1,1	1,5	1,4
OPCVM garantis	0,0	0,1	0,4	0,3	0,5	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i>						
OPCVM monétaires.....	0,3	0,3	0,9	0,9	8,8	8,6
Autres titres d'OPCVM.....	1,4	0,9	0,7	0,5	3,6	3,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	0,2	0,2	0,6	0,5	1,0	1,0
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

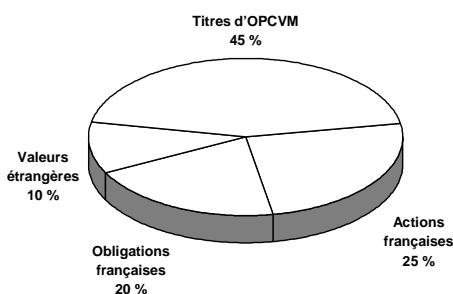
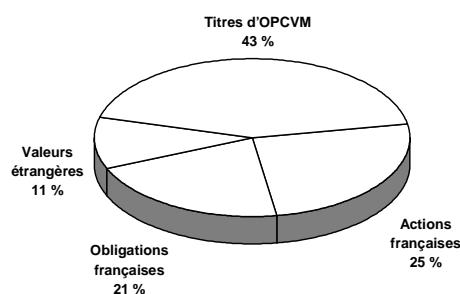
Mise à jour le 7 janvier 1997

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES**Juin 1996****Septembre 1996**

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 10 janvier 1997

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS**Juin 1996****Septembre 1996**

Réalisation : Banque de France

DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 10 janvier 1997

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 3 942 déclarations
et portant sur la période du 1^{er} au 14 octobre 1996)

Entre début juillet 1996 et début octobre 1996, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont tous réduits. Sur un an, ils marquent tous également des baisses.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début juillet et début octobre

1.1. La réduction des taux moyens des crédits aux entreprises s'est poursuivie

Les baisses de taux, qui ont concerné les prêts de toute nature tant à court terme qu'à moyen et long terme, se sont ainsi étagées de 0,11 point pour l'escompte à 0,36 point pour les autres prêts à court terme.

Sur la même période, le TBB a été abaissé de 0,20 point, passant ainsi de 6,75 % à 6,55 %.

Entre fin juillet et fin octobre 1996, le taux moyen au jour le jour a fléchi de 0,26 point.

Le TIOP à un mois et le TIOP à trois mois ont, quant à eux, diminué respectivement de 0,28 point et de 0,33 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

Les baisses les plus marquées ont notamment affecté les découvertes d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs (- 0,68 point), ainsi que les autres crédits à court terme d'un montant inférieur ou égal à 100 000 francs (- 0,49 point).

2. Sur un an, soit entre octobre 1995 et octobre 1996

Les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses comprises entre 0,54 point pour les découverts et 1,38 point pour les prêts à moyen et long terme

L'examen par montant fait ressortir que toutes les catégories ont connu une réduction sur un an, allant de 0,84 point pour l'escompte d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs à 1,59 point pour les autres prêts à court terme d'un montant compris entre 100 000 francs et 300 000 francs.

Sur la même période, le TBB a reculé de 1,35 point.

Entre fin octobre 1995 et fin octobre 1996, le taux moyen au jour le jour s'est réduit de 2,93 points, le TIOP à un mois de 3,35 points et celui à trois mois de 3,36 points.

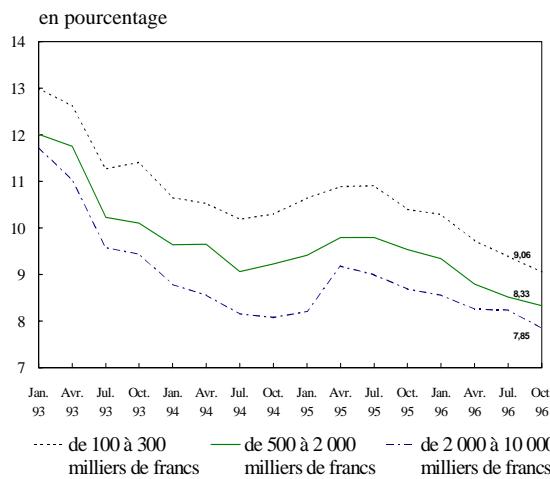
TAUX OBSERVÉS							<i>(en pourcentage)</i>
Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs						Ensemble (taux moyen)
	≤ 100	$>100 \text{ et } \leq 300$	$> 300 \text{ et } \leq 500$	$> 500 \text{ et } \leq 2 000$	$> 2 000 \text{ et } \leq 10 000$	$> 10 000$	
ESCOMPTE							
moyen.....	9,88	9,06	8,62	8,33	7,85	ns	8,17
Taux minimum.....	6,03	5,53	6,55	5,22	5,22	ns	
maximum.....	13,64	13,64	13,45	13,20	11,55	ns	
DÉCOUVERT							
moyen.....	10,88	9,57	8,77	8,21	7,81	ns	8,14
Taux minimum.....	3,47	4,64	4,88	4,79	5,30	ns	
maximum.....	14,53	14,53	14,53	14,50	10,30	ns	
AUTRES							
COURT TERME							
moyen.....	8,42	8,28	7,84	8,03	6,87	ns	6,60
Taux minimum.....	5,75	5,50	4,59	4,56	5,25	ns	
maximum.....	13,05	13,01	10,25	13,10	9,75	ns	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	7,24	7,09	6,93	6,80	6,62	(a)	6,84
Taux minimum.....	5,16	4,76	4,85	5,25	5,63	(a)	
maximum.....	10,30	10,30	10,30	8,90	7,30	(a)	

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

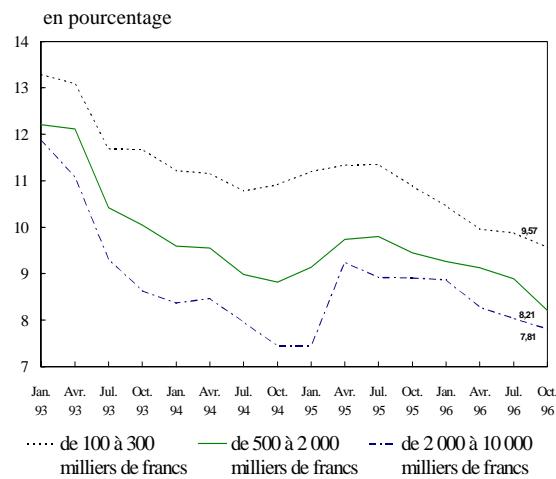
ns : non significatif

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

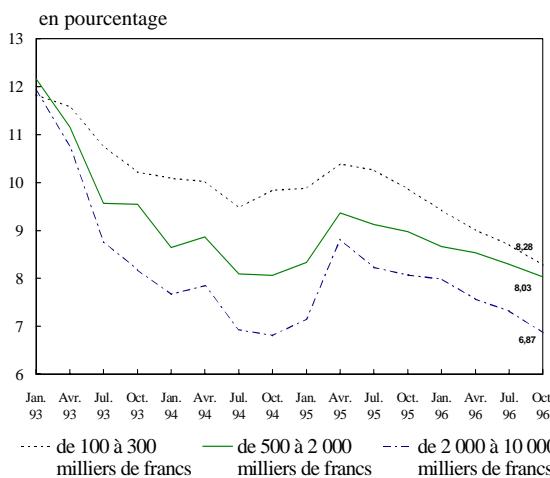
ESCOMPTE



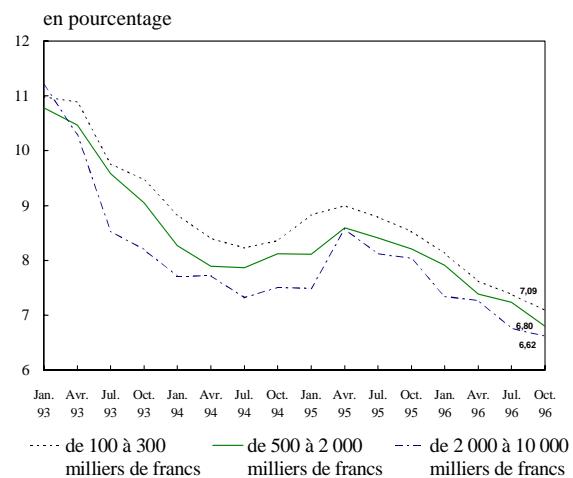
DÉCOUVERT



AUTRES COURT TERME



CRÉDITS À MOYEN ET LONG TERME



BULLETIN OFFICIEL

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Communiqué de la Banque de France relatif aux taux des appels d'offres et des taux des prises en pension de 5 à 10 jours

– *en date du 17 décembre 1996*

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France annonce :

- qu'elle ramène de 3,20 % à 3,15 % le taux du prochain appel d'offres auquel elle procèdera le jeudi 19 décembre 1996 ;
- qu'elle fixe le taux des prises en pension de 5 à 10 jours à 4,60 %, contre 4,75 %.

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Dossier type d'agrément des prestataires de services d'investissement (Avis publié au Journal officiel du 11 décembre 1996)

Conformément à l'article premier du décret n° 96-880 du 8 octobre 1996 relatif à l'accès à l'activité de prestataires de services d'investissement pris pour l'application de la loi de modernisation des activités financières, le dossier type d'agrément des prestataires de services d'investissement ci-après a été établi conjointement par la Commission des opérations de bourse, le Conseil des marchés financiers et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, qui l'ont approuvé dans leurs séances, respectivement, du 29 octobre 1996, du 5 novembre 1996 et du 6 novembre 1996.

**Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement
Commission des opérations de bourse, Conseil des marchés financiers**

DOSSIER D'AGRÉMENT

**ÉTABLISSEMENT DE CRÉDIT PRESTATAIRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT¹
ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT¹
SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE¹**

- Personne chargée de la préparation du dossier d'agrément :

Nom : Titre/fonction :

N° de téléphone : N° de télécopie :

- Personne(s) qui assure(nt) la responsabilité du dossier d'agrément :

Date :

Nom :

Qualité du signataire :

Signature :

Le présent document, dûment rempli et signé, est à adresser à la

BANQUE DE FRANCE – 40-1355
Direction des Établissements de crédit
et des Entreprises d'investissement
75049 PARIS CEDEX 01 (Tél. : 01 42 92 29 63)

Les sociétés de gestion de portefeuille adressent leur dossier d'agrément à la

COMMISSIONS DES OPERATIONS DE BOURSE
Service des Placements,
39-43 quai André Citroën
75739 PARIS CEDEX 15 (Tél. : 01 40 58 67 52)

¹ Ci-après désignés sous le terme d'entreprise

I – IDENTITÉ DE L’ENTREPRISE

1. Type de l’agrément demandé¹

- Établissement de crédit.....□
- Entreprise d’investissement
(autre que société de gestion de portefeuille) ..□
- Société de gestion de portefeuille ..□
- Personne morale ayant pour objet principal
ou unique la compensation.....□

2. Opérations de banque

(loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, art. 1 à 4)²

- Réception de fonds du public□
- Opérations de crédit.....□
- Mise à disposition ou gestion de moyens
de paiement.....□

3. Services d’investissement

(loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, art. 1 à 4)²

- Réception et transmission d’ordres
pour le compte de tiers ..□
- Exécution d’ordres pour
le compte de tiers ..□
- Négociation pour compte propre.....□
- Gestion de portefeuille pour
le compte de tiers ..□
- Prise ferme ..□
- Placement.....□

Service assimilé

(art. 47-II de la loi du 2 juillet 1996)²

- Compensation ..□

¹ Cocher la ou (les) case(s) correspondante(s).

4. Présentation de l'entreprise

- Société constituée² : oui date de création :..
 - Société en cours de constitution³ : oui
 - Dénomination statutaire :
 - Dénomination ou nom commercial :
 - Forme juridique (joindre un exemplaire ou un projet des statuts légaux) :
 - N° SIREN.....
 - Adresse du siège :
- (ou de la succursale en France s'il s'agit d'une entreprise étrangère)
- Autres lieux d'exploitation (le cas échéant)

5. Capital social (ou dotation dans le cas d'une succursale)⁴

- Montant :
(indiquer, le cas échéant, la fraction non libérée)
- Nature des titres représentant le capital :
- Conditions d'exercice des droits de vote :
- Répartition :

Dénomination sociale et, pour les entreprises françaises, n° SIREN ou code inter-bancaire, le cas échéant Nom, prénom, date de naissance pour les personnes physiques	Répartition en % du capital (limitée aux détenteurs d'au moins 5 % du capital)	Répartition en % des droits de vote (s'ils sont différents des précédents)	État d'origine ou nationalité

² Joindre un extrait Kbis

³ Les renseignements suivants sont au jour de la réalisation du projet, le cas échéant après les modifications statutaires nécessaires à la transformation d'une entité existante (les préciser).

⁴ Au jour de la réalisation du projet

6. Composition de l'organe délibérant de l'entreprise établie en France¹

- Nature de l'organe délibérant
(conseil d'administration, conseil de surveillance ou autre) :
- Identité des personnes physiques membres de l'organe délibérant

Nom, prénom	Date de naissance	Fonction et nationalité

- Identité des personnes morales membres de l'organe délibérant

Dénomination sociale et, pour les entreprises françaises, n° SIREN ou code interbancaire le cas échéant	État du siège social pour les entreprises n'ayant pas leur siège en France

7. Information sur les personnes physiques (deux au moins) déterminant l'orientation de l'activité²

- | | |
|--|--|
| – Nom et prénom : | – Nom et prénom : |
| – Date de naissance : | – Date de naissance : |
| – Nature exacte des fonctions
: | – Nature exacte des fonctions
: |
| – Date d'entrée en fonction : .. | – Date d'entrée en fonction : .. |

¹ Au jour de la réalisation du projet

² Ex. : Président et directeur général, ou membres du directoire, dans une société anonyme, gérants dans une société en nom collectif (ou les dirigeants de la succursale en France)

II – PROGRAMME D’ACTIVITÉS

A – OPÉRATIONS DE BANQUE

1. Nature de l’agrément d’établissement de crédit demandé³

• **Banque :**

Activités diversifiées comportant notamment la réception de fonds remboursables du public (art. 18.1 de la loi du 24 janvier 1984).

• **Société financière :**

Activités de crédit spécialisées et/ou mise à disposition ou gestion de moyens de paiement (art. 18.2 de la loi du 24 janvier 1984).

Définir l’orientation principale des activités de l’établissement.

NB : En fonction de l’objet des agréments délivrés, les sociétés financières peuvent effectuer des opérations de banque telles que le crédit à la consommation, le crédit d’équipement, le financement immobilier, le crédit-bail mobilier, le crédit-bail immobilier, l'affacturage, le cautionnement...

• **Autre établissement de crédit :**

À préciser.

2. Description des activités projetées

a. Opérations de banque

Décrire la nature et le volume des opérations envisagées :

- les différents fonds reçus du public,
- les différents types de concours (crédits, crédit-bail, garanties...).

Pour les sociétés financières, préciser la ou les technique(s) de financement utilisé(es) et leur objet,

- la mise à disposition ou la gestion de moyens de paiement.

Fournir une ventilation détaillée des flux d’opérations prévisionnels sur trois années. En outre, pour les crédits, indiquer le montant moyen et l’encours global par type d’intervention.

b. Opérations connexes aux opérations de banque (cf. art. 5 de la loi du 24 janvier 1984, à l’exception des opérations visées au 3° qui constituent des services d’investissement)

Décrire succinctement :

- les opérations de change,
- les opérations sur or, métaux précieux et pièces,
- le conseil et l’assistance en matière de gestion financière, l’ingénierie financière,
- les opérations de location simple de biens mobiliers ou immobiliers,
- la location de coffres-forts,
- autres.

Fournir une évaluation globale des flux d’opérations.

³ Cocher la case correspondante

c. Clientèle

- composition (résidents, non-résidents, particuliers, entreprises, investisseurs institutionnels, collectivités locales, associations...).

Pour les sociétés financières, préciser le secteur économique ou professionnel d'intervention.

- modalités d'approche (création de guichets, recours à des intermédiaires ou démarcheurs, services électroniques...).

3. Moyens humains

Évolution de l'effectif susceptible d'être employé pendant les trois années à venir et de la masse salariale correspondante.

4. Moyens techniques, comptables et informatiques

Les décrire.

5. Mesures déontologiques

À préciser.

6. Exercice d'activités à l'étranger

- a. Indiquer si l'exercice d'activités bancaires en libre prestation de services ou l'établissement d'une succursale dans un autre État de l'Espace économique européen est envisagé.

Dans ce cas, le requérant doit remplir la partie VI du présent dossier.

- b. Indiquer si l'exercice d'activités bancaires dans des États n'appartenant pas à l'Espace économique européen est envisagé.

Décrire les opérations envisagées et leurs conditions d'exercice (forme juridique, moyens mis en œuvre...).

B – SERVICES D'INVESTISSEMENT

1. Description des activités projetées

a. Nature et volume des services d'investissement (ou assimilés)

1. Décrire les conditions d'exercice des services d'investissement déclarés en indiquant notamment :

- les instruments financiers concernés,
- les marchés visés (marchés réglementés et marchés de gré à gré...),
- le cas échéant, les fonctions suivantes (cf. art. 32-2° de la loi du 2 juillet 1996) :
 - teneur de comptes,
 - intermédiaires habilités au sens de l'article 94-II de la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981¹,
 - compensation.

2. Dans le cas d'une personne morale ayant pour objet principal ou unique l'activité de compensation (cf. art. 47-II de la loi du 2 juillet 1996), décrire les conditions d'exercice de cette activité en fonction des instruments financiers et des marchés concernés.

3. Fournir une ventilation des flux d'opérations prévisionnels sur trois années pour chaque service avec indication des produits attendus et du volume des capitaux susceptibles d'être traités ou gérés.

¹ Art. 94-II, 1^{er} alinéa : « Les valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en comptes tenus par la personne morale émettrice ou par un intermédiaire habilité. »

b. Autres activités :

1. Décrire succinctement les services connexes aux services d'investissement (cf. art. 5 de la loi du 2 juillet 1996) :

- la conservation ou l'administration d'instruments financiers,
- l'octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction dans laquelle intervient l'entreprise,
- le conseil en gestion de patrimoine,
- la fourniture de conseil aux entreprises,
- les services liés à la prise ferme,
- les services de change liés aux services d'investissement,
- la location de coffres-forts.

2. Autres activités envisagées (dans le cadre des dispositions législatives et réglementaires en vigueur).

c. Clientèle

- composition (particuliers, entreprises commerciales, entreprises financières, résidents, non-résidents...).
- modalités d'approche (démarchage, recours à des moyens électroniques...).

2. Moyens humains

- organigramme par activité,
- évolution de l'effectif pendant les trois années à venir et de la masse salariale correspondante, pour chaque service d'investissement,
- qualification des responsables d'activité (fournir leur *curriculum vitae*).

3. Moyens techniques, comptables et informatiques ; modalités de conservation des données

Les décrire.

4. Modalités d'exécution des services d'investissement

Les décrire.

5. Règlement intérieur et mesures déontologiques

Moyens mis en œuvre pour respecter les dispositions légales et réglementaires, notamment :

- dispositions déontologiques relatives aux opérations personnelles des collaborateurs (art. 60 de la loi du 2 juillet 1996),
- mesures adoptées par l'entreprise en vue d'éviter les conflits d'intérêts.

6. Exercice d'activités à l'étranger

a. Indiquer si la fourniture de services d'investissement en libre prestation de services ou l'établissement d'une succursale dans un autre État de l'Espace économique européen est envisagé.

Dans ce cas, le requérant doit remplir la partie VI du présent dossier.

b. Indiquer si la fourniture de services d'investissement dans des États n'appartenant pas à l'Espace économique européen est envisagée.

Préciser les services d'investissement concernés (instruments financiers, marchés...) et leurs conditions d'exercice (forme juridique, moyens mis en œuvre...).

III – ÉLÉMENTS DE GESTION ET DE CONTRÔLE DE L'ENTREPRISE

1. Nature des ressources envisagées :

Part respective des fonds propres, des concours des actionnaires, des titres de créances négociables ou obligataires, des dépôts du public, des emprunts sur le marché interbancaire...

2. États prévisionnels (sur trois ans)

Bilans et comptes d'exploitation prévisionnels.

Niveau prévisionnel des principaux ratios de gestion (ratio de solvabilité, risques de marché).

Au cas où la personne morale pour laquelle l'agrément est demandé est déjà constituée, description de son activité et production de ses trois derniers bilans certifiés.

3. Participations éventuelles ou envisagées à court terme dans d'autres entreprises ou établissements

À indiquer.

4. Organigramme général de l'entreprise

À fournir.

5. Contrôle

a. Contrôle interne

Organisation :

- établissement de crédit : cf. règlement du CRB n° 90-08,
- entreprise d'investissement : moyens de contrôle concernant les opérateurs ainsi que les opérations effectuées (contrôles permanents et ponctuels).

Comité d'audit¹ oui non

Composition et rôle :

Vigilance à l'égard des opérations de blanchiment des capitaux.

Décrire le dispositif.

Autres modalités d'information des dirigeants de la société et procédures de réaction en cas de dysfonctionnement.

b. Contrôle externe

Identité des commissaires aux comptes pressentis.

6. Contrôle du siège ou de la maison mère (cas de succursales ou de filiales d'établissements étrangers)

Description des procédures de contrôle de la maison mère sur sa succursale ou sa filiale.

Description de la surveillance exercée par les autorités compétentes du pays d'origine : nature et étendue de l'agrément de l'entreprise mère, existence d'une surveillance sur base consolidée.

Énumérer la ou les autorité(s) compétente(s) en précisant leur responsabilité.

7. Calendrier de réalisation du projet

¹ Cocher la case correspondante

IV – DÉCLARATIONS À TRANSMETTRE PAR LES APPORTEURS DE CAPITAUX (OU PAR L’ÉTABLISSEMENT DE CRÉDIT ÉTRANGER)²

(s’agissant d’un établissement de crédit, ces renseignements doivent être transmis avec une lettre certifiant que le signataire a pris note des dispositions du 1^{er} alinéa de l’article 52 de la loi bancaire³)

Ces renseignements doivent être fournis par toute personne⁴ appelée à devenir associé en nom ou à détenir au moins 10 % des droits de vote ou du capital de l’entreprise.

1. Nom de l’entreprise pour laquelle ces renseignements sont fournis.

2. Identité de l’apporteur de capitaux.

Nom.

Dans le cas d’une personne morale, indiquer, en outre, la forme juridique, l’adresse du siège social ainsi que le n° SIREN des sociétés de droit français. Communiquer ses statuts et l’identité de ses dirigeants.

Dans le cas d’une personne physique, indiquer en outre ses prénoms, date et lieu de naissance, nationalité et domicile. Cette personne doit-elle être désignée comme l’un des dirigeants de l’établissement ? Si oui, s’assurer que vous avez fourni les renseignements demandés aux dirigeants.

Indiquer si l’apporteur de capitaux doit être représenté au Conseil d’administration de l’entreprise ; dans ce cas, s’assurer que ce représentant ne tombe pas sous le coup des interdictions édictées à l’article 13 de la loi du 24 janvier 1984 ou à l’article 22 de la loi du 2 juillet 1996.

3. À quels objectifs répond la création de l’entreprise ou la prise de participation dans celle-ci ? Quels effets en attend l’apporteur de capitaux ?

(Développer)

Des relations d’affaires significatives existent-elles entre l’apporteur de capitaux et l’entreprise ? Comment ces relations devraient-elles évoluer à l’avenir ?

4. Indiquer le montant et le pourcentage de la participation prévue ainsi que son équivalence en droits de vote.

Décrire précisément le montage juridique et financier de l’opération d’acquisition des titres.

Sont assimilés aux droits de vote détenus par un apporteur de capitaux :

- les droits de vote possédés par d’autres personnes pour son compte,
- les droits de vote possédés par les sociétés placées sous son contrôle effectif,
- les droits de vote possédés par un tiers avec qui il agit,
- les droits de vote que l’apporteur de capitaux ou les autres personnes citées ci-dessus sont en droit d’acquérir à leur seule initiative en vertu d’un accord.

Indiquer avec précision tous les accords existant en ces domaines.

L’apporteur de capitaux a-t-il donné ou envisage-t-il de donner en garantie des actions de l’entreprise ? Si oui, préciser le bénéficiaire.

² En cas d’implantation de succursale en France, par un établissement n’appartenant pas à l’Espace économique européen, toutes les questions relatives à l’apporteur de capitaux portent ainsi sur l’établissement de crédit étranger.

³ Des rédactions appropriées de cette lettre comportant des engagements spécifiques peuvent, le cas échéant, être demandées aux principaux actionnaires ou associés, directs ou indirects.

⁴ Cf. dispositions portant sur le traitement automatisé des informations nominatives rappelées en annexe au dossier type

5. Indiquer le cas échéant :

- si l'opération fait l'objet d'une procédure boursière : fournir alors la copie du projet de note d'information adressé pour visa à la Commission des opérations de bourse et des autres communiqués soumis à publicité financière obligatoire ;
- si la notification à la Commission européenne, requise pour les opérations de dimension communautaire par le règlement 4064/89/CEE du 21 décembre 1989 relatif au contrôle des opérations de concentration entre entreprises, a été effectuée (cf. JO des Communautés européennes n° L 395-1 du 30 décembre 1989).

Fournir toutes informations utiles à ces sujets.

6. Quelle est la répartition du capital de l'apporteur de capitaux ? S'il y a lieu, préciser celle du capital de la maison mère et des holdings intermédiaires (indiquer les pourcentages de détention en parts de capital et en droits de vote et préciser le lieu du siège social de chacune des entités).

7. Quelle est l'activité de l'apporteur de capitaux ? S'il fait partie d'un groupe, fournir un descriptif des principales entités constituant le groupe, complété d'un organigramme.

L'apporteur de capitaux détient-il des participations significatives dans d'autres établissements de crédit ou d'autres entreprises d'investissement, en France ou dans d'autres pays ? Le groupe auquel il appartient détient-il lui-même des participations significatives dans de tels établissements ? Si tel est le cas, donnez la liste de ces participations.

S'il s'agit d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement étranger, décrire les principales participations (financières) du groupe.

8. L'apporteur de capitaux et les sociétés qui lui sont liées exercent-ils une activité financière ? Si oui, à quelles réglementations et à quelles autorités sont-ils soumis à ce titre ?

Indiquer si l'opération nécessite une autorisation et fournir, le cas échéant, copie de celle-ci.

9. L'apporteur de capitaux a-t-il fait l'objet au cours des dix dernières années ou s'attend-il à faire l'objet d'une enquête ou d'une procédure professionnelle, administrative ou judiciaire présentant un caractère significatif ? À sa connaissance, des sociétés de son groupe se trouvent-elles dans la même situation ?

Apporter toutes les explications utiles le cas échéant.

10. Quelles sont les principales relations bancaires et financières en France de l'apporteur de capitaux ?

11. Communiquer les comptes de l'apporteur de capitaux ou de sa maison mère pour les trois dernières années (y compris les données consolidées le cas échéant). Si l'apporteur de capitaux est une institution financière, donner des éléments d'information sur ses principaux ratios de bilan, et sur l'incidence de la participation projetée sur ces ratios.

Si l'apporteur de capitaux est une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, fournir toutes indications utiles sur la cotation (nature des titres cotés, lieux de cotation).

Lorsque l'entreprise a fait l'objet, à sa demande, d'une notation de son programme d'émission, indiquer en particulier la ou les notation(s) accompagnée(s), le cas échéant, d'un commentaire.

Si l'apporteur de capitaux est une personne physique, fournir des indications sur sa situation patrimoniale.

12. Dans le cas d'apporteurs de capitaux originaires d'États n'appartenant pas à l'Espace économique européen, fournir, le cas échéant, toute indication sur les conditions d'implantation de succursales, de création de filiales ou de prise de participations dans des établissements de statut comparable, ainsi que sur les conditions d'exercice d'activités bancaires et financières dans le pays d'origine.

13. Fournir toute information supplémentaire utile pour l'instruction du dossier.

Le signataire certifie l'exactitude des informations ci-dessus et s'engage à porter à la connaissance du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (ou, s'agissant des sociétés de gestion de portefeuille, à celle de la Commission des opérations de bourse), tout changement significatif des éléments de cette déclaration.

SIGNATURE DE L'APPORTEUR DE CAPITAUX¹ :

¹ Indiquer la qualité du signataire s'il s'agit d'une personne morale (président, gérant, autre mandataire social, mandataire spécialement habilité)

**V – RENSEIGNEMENTS À FOURNIR
PAR LES DIRIGEANTS D’UN ÉTABLISSEMENT DE CRÉDIT OU D’UNE ENTREPRISE
D’INVESTISSEMENT**

(à transmettre avec la lettre dont le modèle figure
en annexe V-I)

Ces renseignements doivent être fournis par toute personne physique² appelée à exercer des fonctions de direction dans un établissement de crédit (art. 17 de la loi bancaire) ou dans une entreprise d’investissement (art. 12-4° et 15-4° de la loi de modernisation des activités financières).

Toutefois, les personnes ayant fourni depuis moins de cinq ans les informations requises au titre de précédentes fonctions de dirigeant dans une entreprise assujettie sont dispensées de transmettre ces renseignements lorsqu’elles sont appelées à de nouvelles fonctions de dirigeant.

1. Nom de l’entreprise pour laquelle ces renseignements sont fournis.

2. Identité du dirigeant :

- nom et prénoms
- date et lieu de naissance
- nationalité.....
- adresse personnelle (indiquer le lieu de résidence envisagé à la suite de la prise de fonctions s’il est différent)³

3. Titre et nature exacte des fonctions que vous exercerez.

Décrivez l’étendue de vos responsabilités de direction et précisez les modalités de votre association aux fonctions confiées aux autres dirigeants désignés au titre de l’article 17 de la loi bancaire ou au titre des articles 12-4° ou 15-4° de la loi de modernisation des activités financières.

4. Qualification et expérience :

Fournir un *curriculum vitae* indiquant notamment :

- les fonctions exercées au cours des dix dernières années avec le nom, le lieu et la nature de l’activité du ou des employeurs, ainsi que les motifs des changements de fonctions ;
- la nature de l’expérience acquise et le niveau des responsabilités exercées (en termes de bilan, de capitaux gérés, de budget, d’effectifs...) ;
- la formation suivie ainsi que les diplômes obtenus le cas échéant (avec mention de la date et du lieu).

5. Niveau de connaissance en français (pour les non-francophones)

6.¹ Êtes-vous un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité de l’entreprise ?
Si oui, s’assurer que vous avez fourni les renseignements demandés aux apporteurs de capitaux.

² Cf. dispositions portant sur le traitement automatisé des informations nominatives rappelées en annexe au dossier type.

³ Il est rappelé qu'il convient, en principe, que les dirigeants résident à proximité du siège principal d'activité.

¹ Questions 6, 7, 8, 9 et 10 : un actionnaire significatif est celui qui détient au moins 10 % des droits de vote ou du capital d'une société. D'une façon générale, les renseignements demandés sur les entreprises mentionnées aux questions 7, 8, 9 et 10 portent uniquement sur la période où la personne concernée a eu des responsabilités dans lesdites entreprises et la période immédiatement consécutive à la cessation de ces fonctions (jusqu'à un an après ladite cessation). Aucune mention ne doit être faite de faits ayant donné lieu à amnistie.

En outre, les renseignements concernant des entreprises non assujetties sont communiqués dans la mesure où cette transmission n'est pas interdite par une obligation de discrétion.

7.¹⁶ Avez-vous été au cours des dix dernières années ou êtes-vous un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité d'une autre entreprise ? Si oui, précisez le nom et l'activité de ces entreprises ainsi que le montant de votre participation.

8.¹⁶ Parmi les entreprises dans lesquelles vous avez exercé ou exercez des responsabilités, ou dont vous avez été ou êtes un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité, indiquez celles qui, à votre connaissance, entretiennent, ou pourraient prochainement entretenir des relations d'affaires significatives avec l'entreprise mentionnée dans ce questionnaire.

9.¹⁶ À votre connaissance, l'une des entreprises dans lesquelles vous avez exercé ou exercez des responsabilités ou dont vous avez été ou êtes un actionnaire significatif, un associé en nom ou un associé commandité, s'est-elle vu refuser ou retirer une autorisation ou un agrément dans le domaine bancaire ou financier, en France ou à l'étranger ? Si oui, donnez des précisions.

10.¹⁶ Avez-vous été ou envisagez-vous d'être prochainement partie à un arrangement amiable ou à une procédure judiciaire en France ou à l'étranger ayant pour objet l'apurement des dettes d'une entreprise dont vous avez été ou seriez encore dirigeant, actionnaire significatif ou associé ?

11. Avez-vous été l'objet, dans le cadre de votre activité professionnelle, en France ou à l'étranger, d'une enquête ou d'une procédure professionnelle, administrative ou judiciaire ayant donné lieu à une sanction ? Donnez, le cas échéant, toutes précisions utiles.

12. Avez-vous fait l'objet d'un licenciement pour faute professionnelle ? Donnez, le cas échéant, toutes précisions utiles.

13. Entendez-vous, le cas échéant, effectuer, directement ou par personne interposée, des opérations personnelles ou professionnelles avec l'établissement ? Si oui, donnez toutes précisions utiles.

14. Fournissez toute information supplémentaire utile pour l'instruction du dossier.

MODÈLE DE LETTRE À ADRESSER***AU GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE,******PRÉSIDENT DU COMITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT******OU AU PRÉSIDENT DE LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE¹*****AVEC LES RENSEIGNEMENTS ÉNUMÉRÉS DANS LA PARTIE V**

Monsieur le Gouverneur,

[Monsieur le Président,]

Étant désigné en qualité de dirigeant au sens de l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 et/ou au sens de l'article 12-4° ou 15-4° de la loi du 2 juillet 1996 de [nom de l'entreprise], en vue d'exercer la fonction de ... à compter de ..., j'ai l'honneur de vous faire parvenir les renseignements demandés par les instances en charge du dossier.

Je certifie que ces renseignements sont sincères et fidèles et qu'il n'y a pas, à ma connaissance, d'autres faits importants à signaler. Je certifie, en particulier, ne pas tomber sous le coup des interdictions édictées à l'article 13 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit et/ou à l'article 22 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. À cet égard, je vous adresse ci-joint [un extrait de casier judiciaire (Bulletin n° 3)]² [une attestation tenant lieu d'extrait de casier judiciaire]³.

⁴ [Étant désigné en qualité de dirigeant au sens de l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984 et/ou au sens de l'article 12-4° ou 15-4° de la loi du 2 juillet 1996 de [nom de l'entreprise], en vue d'exercer la fonction de ... à compter de ..., j'ai l'honneur de confirmer les renseignements que je vous ai fait parvenir à l'occasion de ma désignation précédente et je certifie qu'il n'y a pas à ma connaissance d'autres faits importants à signaler. Je vous adresse ci-joint un *curriculum vitae* actualisé.]

Je m'engage à informer immédiatement [le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement] [la Commission des opérations de bourse] de tout changement qui modifierait de façon significative les renseignements fournis.

Veuillez agréer, Monsieur le , l'expression de ma haute considération.

Signature

(À l'attention de la direction des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement, Banque de France)

(ou À l'attention du service des Placements, Commission des opérations de bourse).

¹ Pour les sociétés de gestion de portefeuille

² Un extrait de casier judiciaire doit être adressé par les personnes résidant en France depuis trois ans au moins.

³ Une attestation tenant lieu d'extrait de casier judiciaire, émanant de l'autorité compétente du pays où le déclarant résidait précédemment et comportant la désignation de l'autorité signataire et du pays concerné, doit être adressée par les personnes ne résidant pas en France depuis trois ans au moins.

⁴ Formule alternative remplaçant les deux premiers paragraphes de la lettre, à remplir par toute personne exerçant déjà les fonctions de dirigeant au sens de l'article 17 de la loi bancaire et/ou au sens des articles 12-4° ou 15-4° de la loi de modernisation des activités financières, dans un autre établissement assujetti.

**VI – EXERCICE DE L’ACTIVITÉ
DANS UN AUTRE ÉTAT DE L’ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN**

1. Nom et nature de l’agrément de l’entreprise en France

Nom :

- Établissement de crédit
- Entreprise d’investissement autre que société de gestion de portefeuille
- Société de gestion de portefeuille (*remplir seulement les annexes VI-1, VI-3 et VI-5*)

2. Nature du dossier¹

Nom de l’État membre :

- Notification de libre établissement (implantation d’une succursale)
- Déclaration de libre prestation de services

3. Personne chargée de ce dossier

Nom : Titre/Fonction :

N° de téléphone : N° de télécopie :

4. Toute modification significative des informations communiquées à l’appui d’une notification de libre établissement ou d’une déclaration de libre prestation de services doit être notifiée, avant qu’elle n’intervienne, au Comité des établissements de crédit et des entreprises d’investissement ou, dans le cas d’une société de gestion de portefeuille, à la Commission des opérations de bourse, ainsi qu’aux autorités compétentes de l’État membre d’accueil concerné. Cette notification doit être effectuée un mois au moins avant sa réalisation dans le cas de modifications relatives à un dossier de libre établissement

Date :

Nom :

Qualité du signataire :

Signature :

Le présent document, dûment rempli et signé, est à adresser, selon le cas, à :

(établissement de crédit ou entreprise d’investissement)

BANQUE DE FRANCE

40-1355 Direction des Établissements de crédit et des Entreprises d’investissement

75049 PARIS CEDEX 01

(Tél. : 01 42 92 29 76 ou 01 42 92 41 02)

(société de gestion de portefeuille)

COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

Service des Placements

39-43 quai André Citroën

75739 PARIS CEDEX 15

(Tél. : 01 40 58 67 52)

¹ Remplir un dossier par État membre d’accueil concerné

NOTIFICATION DE LIBRE ÉTABLISSEMENT

Établir trois exemplaires en français et un exemplaire dans la langue officielle du pays d'accueil (les annexes VI-2, VI-4 et VI-5 ne sont pas à traduire). *Les sociétés de gestion de portefeuille ne servent pas les rubriques 3.1, 3.2, 4.1 et 6.*

Nom de l'entreprise :

1. État membre sur le territoire duquel est envisagé l'implantation de la succursale.

2. Dénomination sociale, dénomination commerciale, adresse du siège social, forme juridique.

Nature de l'agrément de l'entreprise :

- établissement de crédit (préciser la catégorie),
- entreprise d'investissement (le cas échéant, préciser si l'entreprise est agréée en qualité de société de gestion de portefeuille).

3. Programme d'activités de la succursale

3.1. Pour un établissement de crédit

- a. Activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle : remplir l'annexe VI-4 (ne pas la traduire).
- b. Autres activités (à décrire succinctement).

3.2. Pour une entreprise d'investissement autre que société de gestion de portefeuille

- a. Activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle : remplir l'annexe VI-5 (ne pas la traduire)²².
- b. Autres activités (marchés à terme de marchandises).

3.3. Pour une société de gestion de portefeuille

Remplir l'annexe VI-5 (ne pas la traduire)¹

4. Structure de l'organisation de la succursale

4.1. Pour un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement autre que société de gestion de portefeuille

- adresse du principal siège d'exploitation² (ou localité si l'adresse ne peut être précisée) ;
- nombre de guichets rattachés et localités d'implantation ;
- effectif total de la succursale ;
- nature de la clientèle (résidents et non-résidents, particuliers, entreprises, investisseurs institutionnels) ;
- système de contrôle interne de la succursale.

4.2. Pour une société de gestion de portefeuille

- adresse de la succursale ;
- effectif total et organigramme de la succursale.

¹ Les « services auxiliaires » de la section C correspondent aux services connexes de l'article 5 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996.

² Plusieurs sièges d'exploitation d'un même établissement de crédit ou d'une même entreprise d'investissement dans le même État membre sont considérés comme une seule succursale.

5. Dirigeants (deux personnes au moins) responsables de la succursale

- nom et prénoms, date et lieu de naissance, nationalité ;
- lieu de résidence envisagé ;
- nature exacte des fonctions dans la succursale.

6. Nom et adresse du système d'indemnisation de la clientèle (ou de protection équivalente) auquel l'entreprise adhère en France

- pour les dépôts et autres fonds remboursables :
- pour les titres :.....

Date et signature :.....

ÉLÉMENTS COMPLÉMENTAIRES À LA NOTIFICATION DE LIBRE ÉTABLISSEMENT

destinés à l'appréciation du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, du Conseil des marchés financiers et de la Commission des opérations de bourse

Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille établissent trois exemplaires en français. *Les sociétés de gestion de portefeuille ne remplissent pas cette annexe.*

Nom de l'entreprise :

1. Exposé détaillé des motifs de l'opération et des objectifs poursuivis

2. Programme d'activités de la succursale

2.1. Pour un établissement de crédit

a. Description des opérations visées aux points 1 à 6 de l'annexe VI-4 :

– nature des fonds reçus ;

– nature des différents types de concours susceptibles de figurer au bilan ou au hors bilan : crédits (y compris ceux octroyés à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un instrument financier dans laquelle intervient la succursale), crédit-bail, garanties... ;

– nature des moyens de paiement mis à disposition de la clientèle.

b. Description des opérations visées aux points 7, 8 et 11 (gestion de patrimoine) de l'annexe VI-4.

Ces opérations constituant des services d'investissement, *indiquer les services d'investissement et les instruments financiers concernés, au sens des sections A et B de l'annexe VI-5.*

Préciser également :

– si la succursale envisage d'être membre d'un marché réglementé du pays d'accueil ;

– si elle envisage de faire de la compensation ;

– si elle fera des opérations de placement garanti.

c. Description des autres services offerts à la clientèle et visés aux points 9, 10, 11 (conseil en gestion de patrimoine), 12 à 14 de l'annexe VI-4.

2.2. Pour une entreprise d'investissement autre que société de gestion de portefeuille

a. Description des conditions d'exercice des services d'investissement portant sur les instruments financiers, au sens des sections A et B de l'annexe VI-5.

Notamment, préciser :

– si la succursale envisage d'adhérer à un marché réglementé du pays d'accueil ;

– si elle envisage de faire de la compensation ;

– si elle fera des opérations de placement garanti.

b. Description succincte des conditions d'exercice des services auxiliaires offerts à la clientèle et visés à la section C de l'annexe VI-5.

3. Structure de l'organisation de la succursale

a. Modalités d'approche de la clientèle.

Notamment : recours à des intermédiaires ou des démarcheurs.

Dans le cas où la succursale envisage de développer des activités à l'intention d'une clientèle de résidents en France, préciser la nature des opérations projetées et les modes d'approche de la clientèle.

b. Nature des ressources utilisées : part respective des concours du siège, des dépôts du public, des emprunts sur les marchés...

c. Organisation et moyens prévus par la succursale, notamment en matière de comptabilité et d'équipement informatique (joindre un organigramme).

d. Conditions d'application à la succursale du système de contrôle interne de l'établissement.

Notamment : limites en matière de risques de marché et de contrepartie.

e. Bilans et comptes de résultats prévisionnels de la succursale pour les trois prochains exercices.
Établir un tableau comparatif par grandes masses sur trois colonnes.

4. Dirigeants de la succursale

a. Qualification et expérience des dirigeants de la succursale.

Joindre pour chacun d'eux un *curriculum vitae* signé indiquant notamment le niveau, la nature et la durée des responsabilités exercées au cours des dix dernières années ainsi que le niveau de connaissance des dirigeants dans la langue officielle du pays d'accueil.

b. Attestation d'honorabilité (signée par l'un des dirigeants responsables de l'entreprise en France) :

Déclarer que les dirigeants de la succursale ne tombent pas sous le coup des interdictions édictées (si l'entreprise est un établissement de crédit) à l'article 13 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée, (si l'entreprise est une entreprise d'investissement) à l'article 22 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, ou d'interdictions analogues dans un pays étranger.

Si l'un des dirigeants de la succursale a été l'objet, dans le cadre de son activité professionnelle, en France ou à l'étranger, d'une enquête ou d'une procédure professionnelle, administrative ou judiciaire ayant donné lieu à une sanction, donner, le cas échéant, toutes précisions utiles.

5. Indiquer tout événement récent ou prévisible susceptible d'affecter la situation de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement

6. Date d'ouverture envisagée pour la succursale

Date et signature :

DÉCLARATION DE LIBRE PRESTATION DE SERVICES

Établir trois exemplaires en français et un exemplaire dans la langue officielle du pays d'accueil (les annexes VI-4 et VI-5 ne sont pas à traduire) *Les sociétés de gestion de portefeuille ne servent pas les rubriques 3.1 et 3.2.*

Nom de l'entreprise :

1. État membre sur le territoire duquel il est envisagé de fournir des services

2. Dénomination sociale, dénomination commerciale, adresse du siège social, forme juridique

Nature de l'agrément de l'entreprise :

- établissement de crédit (préciser la catégorie),
- entreprise d'investissement (le cas échéant, préciser si l'entreprise est agréée en qualité de société de gestion de portefeuille).

3. Programme d'activités

3.1. Pour un établissement de crédit

a. Activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle : remplir l'annexe VI-4 (ne pas la traduire).

Préciser brièvement dans une note complémentaire (non traduite) les modalités d'exercice de ces activités. Si l'établissement de crédit désire fournir les activités 7, 8 et 11 (gestion de patrimoine), *indiquer dans cette note les services d'investissement et les instruments financiers concernés, au sens des sections A et B de l'annexe VI-5.* Indiquer également :

- si l'accès à un marché réglementé du pays d'accueil est envisagé ;
 - si l'établissement a l'intention d'effectuer des opérations de placement garanti.
- b. Autres activités (à décrire succinctement).

3.2. Pour une entreprise d'investissement autre que société de gestion de portefeuille

a. Activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle : remplir l'annexe VI-5 (ne pas la traduire)¹.

Préciser brièvement dans une note complémentaire (non traduite) les modalités d'exercice de ces activités. Indiquer également dans celle-ci :

- si l'accès à un marché réglementé du pays d'accueil est envisagé ;
 - si l'entreprise a l'intention d'effectuer des opérations de placement garanti.
- b. Autres activités (marchés à terme de marchandises).

3.3. Pour une société de gestion de portefeuille

Remplir l'annexe VI-5 (ne pas la traduire)²⁴.

Date et signature :

¹ Les « services auxiliaires » de la section C correspondent aux services connexes visés à l'article 5 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996.

LISTE DES ACTIVITÉS QUI BÉNÉFICIENT DE LA RECONNAISSANCE MUTUELLE

Cocher les cases correspondant aux activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle dont l'exercice est envisagé dans le pays d'accueil (par la succursale ou en libre prestation de services). Seules peuvent être exercées dans le pays d'accueil les activités couvertes par l'agrément délivré en France.

Nom de l'établissement de crédit :

- 1. Réception de dépôts ou d'autres fonds remboursables.
- 2. Prêts ¹.
- 3. Crédit-bail.
- 4. Opérations de paiement.
- 5. Émission et gestion de moyens de paiement (cartes de crédit, chèques de voyages, lettres de crédit).
- 6. Octroi de garanties et souscription d'engagements.
- 7. Transactions pour le compte propre de l'établissement ou
 pour le compte de sa clientèle ² sur :
 - a) les instruments du marché monétaire (chèques, effets, certificats de dépôt, etc.)
 - b) les marchés de change.
 - c) les instruments financiers à terme et options.
 - d) les instruments sur devises ou sur taux d'intérêt.
 - e) les valeurs mobilières.
- 8. Participation aux émissions de titres et prestations de services y afférents.
- 9. Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et des questions connexes et conseils ainsi que services dans le domaine de la fusion et du rachat d'entreprises.
- 10. Intermédiation sur les marchés interbancaires.
- 11. Gestion et/ou
 conseil en gestion de patrimoine ²⁶.
- 12. Conservation et administration de valeurs mobilières.
- 13. Renseignements commerciaux.
- 14. Location de coffres.

Date et signature :

¹ Y compris notamment : le crédit à la consommation, le crédit hypothécaire, l'affacturage avec ou sans recours, le financement des transactions commerciales (forfaitage inclus)

² Préciser le choix en cochant les activités envisagées

LISTE DES ACTIVITÉS DANS LE DOMAINE DES SERVICES D'INVESTISSEMENT

Cocher les cases correspondant aux activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle dont l'exercice est envisagé dans le pays d'accueil (par la succursale ou en libre prestation de services). Seules peuvent être exercées dans le pays d'accueil les activités couvertes par l'agrément délivré en France.

Nom de l'entreprise d'investissement :.....

SECTION A : SERVICES D'INVESTISSEMENT

- 1. a) Réception et transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B.
- 1. b) Exécution de ces ordres pour le compte de tiers.
- 2. Négociation pour compte propre de tout instrument visé à la section B.
- 3. Gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments visés à la section B.
- 4. Prise ferme en ce qui concerne les émissions de tout ou partie des instruments visés à la section B et/ou
 - Placement de ces émissions³.

SECTION B : INSTRUMENTS FINANCIERS

- 1. a) Valeurs mobilières.
- 1. b) Parts d'un organisme de placement collectif.
- 2. Instruments du marché monétaire.
- 3. Les contrats financiers à terme (*futures*) y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces.
- 4. Les contrats à terme sur taux d'intérêt (FRA).
- 5. Les contrats d'échange (*swaps*) sur taux d'intérêt, sur devises ou les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'actions (*equity swaps*).
- 6. Options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de la présente section de l'annexe, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont comprises en particulier dans cette catégorie les options sur devises et sur taux d'intérêt.

SECTION C : SERVICES AUXILIAIRES

- 1. Conservation et administration pour un ou plusieurs instruments énumérés à la section B.
- 2. Location de coffres.
- 3. Octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments énumérés à la section B, transaction dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt.
- 4. Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes et conseils, ainsi que services concernant les fusions et le rachat d'entreprises.
- 5. Services liés à la prise ferme.
- 6. Conseils en investissement portant sur un ou plusieurs instruments énumérés à la section B.
- 7. Service de change lorsque ce service est lié à la fourniture de services d'investissement.

Date et signature :

³ Préciser le choix en cochant les activités envisagées

**TRAITEMENT AUTOMATISÉ
DES INFORMATIONS RECUEILLIES DANS LE DOSSIER TYPE**

Les personnes physiques recensées dans la base de données des agents financiers (Bafi) le sont au titre des lois du 24 janvier 1984 et du 2 juillet 1996.

La fourniture de ces informations présente un caractère obligatoire et le défaut de réponse ne permet pas l'examen du dossier.

Ces informations sont destinées au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, à la Commission bancaire, et à différents services de la Banque de France¹.

Conformément à la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, le droit d'accès aux informations enregistrées dans la Bafi s'exerce auprès de la Banque de France, 40-1355 – Direction des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement, 75049 PARIS CEDEX 01.

La communication des informations a lieu, au plus tard, le huitième jour ouvré suivant la formulation de la demande du droit d'accès.

Il est procédé à la correction des erreurs éventuelles dans les huit jours ouvrés suivant la communication de l'information rectificative. L'intéressé est avisé par lettre de la rectification.

¹ Elles pourront, dans le cas des prestataires de services d'investissement, être communiquées au Conseil des marchés financiers et à la Commission des opérations de bourse, après accomplissement des formalités nécessaires auprès de la Commission nationale de l'informatique et des libertés.

Commission bancaire

Instruction n° 96-06

– en date du 16 décembre 1996
relative à l'information sur les instruments dérivés

Instruction n° 96-07 modifiant l'instruction n° 93-02 modifiée

– en date du 16 décembre 1996
relative à la détermination des taux d'actualisation devant être pris en compte pour les calculs relatifs à l'évaluation des contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

du 1^{er} au 31 décembre 1996

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,25 % février 2004, 6,50 % octobre 2006 et TEC 10 octobre 2006 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 3 décembre 1996

Le jeudi 5 décembre 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 16 milliards de francs et 18 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 8,25 % février 2004 de 2 000 francs. Jouissance du 27 février 1996. Coupon annuel : 165 francs payable le 26 décembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 27 février 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 27 février 1996 au 26 décembre 1996, soit 136,60 francs par obligation.

2. OAT 6,50 % octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996. Coupon annuel : 130 francs payable le 26 décembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 26 décembre 1996, soit 22,08 francs par obligation.

3. OAT TEC 10 octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 26 décembre 1996, soit 16,34 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 26 décembre 1996.

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 5 décembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 6 décembre 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 8,25 % FÉVRIER 2004			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
118,34	600 000 000	600 000 000	118,34
118,32	2 600 000 000	3 200 000 000	118,32
118,30	1 640 000 000	4 840 000 000	118,32
118,30	2 460 000 000	7 300 000 000	118,31
118,28	2 200 000 000	9 500 000 000	118,30
118,26	3 000 000 000	12 500 000 000	118,29
118,24	600 000 000	13 100 000 000	118,29
118,22	1 000 000 000	14 100 000 000	118,29
118,20	2 000 000 000	16 100 000 000	118,27
100,00	50 000 000	16 150 000 000	118,22
Prix limite retenu : 118,30 % (taux de rendement : 5,13 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 40,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 118,32 % (taux de rendement : 5,13 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 7 novembre 1996	Séance du 5 décembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	3 155	4 840	1 685
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	5,45	5,13	-0,32
– au prix moyen pondéré.....	5,45	5,13	-0,32

OAT 6,50 % OCTOBRE 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,68	200 000 000	200 000 000	106,68
106,66	1 850 000 000	2 050 000 000	106,66
106,64	1 750 000 000	3 800 000 000	106,65
106,62	1 200 000 000	5 000 000 000	106,64
106,62	300 000 000	5 300 000 000	106,64
106,60	2 050 000 000	7 350 000 000	106,63
106,58	1 600 000 000	8 950 000 000	106,62
106,56	1 150 000 000	10 100 000 000	106,61
106,54	500 000 000	10 600 000 000	106,61
106,52	400 000 000	11 000 000 000	106,61
106,50	2 500 000 000	13 500 000 000	106,59
106,48	200 000 000	13 700 000 000	106,59
106,44	500 000 000	14 200 000 000	106,58
90,00	50 000 000	14 250 000 000	106,52
Prix limite retenu : 106,62 % (taux de rendement : 5,60 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 80,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,64 % (taux de rendement : 5,60 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 7 novembre 1996	Séance du 5 décembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	7 125	5 000	-2 125
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,88	5,60	-0,28
– au prix moyen pondéré.....	5,88	5,60	-0,28

OAT TEC 10 OCTOBRE 2006

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
103,38	200 000 000	200 000 000	103,38
103,36	1 400 000 000	1 600 000 000	103,36
103,34	4 150 000 000	5 750 000 000	103,35
103,32	1 100 000 000	6 850 000 000	103,34
103,32	1 650 000 000	8 500 000 000	103,34
103,30	1 750 000 000	10 250 000 000	103,33
103,28	350 000 000	10 600 000 000	103,33
103,26	1 300 000 000	11 900 000 000	103,32
103,24	1 300 000 000	13 200 000 000	103,31
103,22	50 000 000	13 250 000 000	103,31
103,20	300 000 000	13 550 000 000	103,31
103,10	1 000 000 000	14 550 000 000	103,30
95,00	50 000 000	14 600 000 000	103,27

Prix limite retenu : 103,32 %
Demandes servies à ce prix limite : 40,00 %
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 103,34 %

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 7 novembre 1996	Séance du 5 décembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	6 700	6 850	150

– *Résultat global de l'adjudication du 5 décembre 1996*
(Communiqué de la Banque de France en date du 6 décembre 1996)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 5 décembre 1996, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives avant la séance à concurrence de 656 millions de francs.

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 16 690 millions de francs.

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 17 346 millions de francs se répartissant comme suit :

(en millions de francs)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 8,25 % février 2004.....	4 840	209		5 049
OAT 6,50 % octobre 2006	5 000	244		5 244
OAT TEC 10 octobre 2006	6 850	203		7 053
Total.....	16 690	656		17 346

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et intérêt annuel (BTAN) 5 ans mars 2001 en écus (code T 355 X 02) et d'obligations assimilables du Trésor 7 % avril 2006 en écus (cv 19783)
(Communiqué de la Banque de France)

– en date du 10 décembre 1996

Le jeudi 12 décembre 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », de bons du Trésor à taux fixe et intérêt annuel (BTAN) à 5 ans en écus et d'obligations assimilables du Trésor 7 % avril 2006 en écus.

Le montant global émis pour ces deux catégories de titres sera compris entre 300 millions d'écus et 500 millions.

1. BTAN 5 ans mars 2001 en écus. Jouissance du 16 mars 1996.

Remboursement en totalité au pair le 16 mars 2001.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 16 mars 1996 au 27 décembre 1996, soit 47 014 écus par million d'écus de nominal souscrit.

2. OAT 7 % avril 2006 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1996.

Coupon annuel : 35 écus payable le 27 décembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 27 décembre 1996, soit 23,59 écus par obligation.

Pour les deux catégories de titres, les soumissionnaires devront présenter leurs soumissions par tranche de 5 millions d'écus ou multiple. Les prix d'acquisition devront être exprimés en multiples de 0,02 % de la valeur nominale pour les OAT, et en multiples de 0,01 % de la valeur nominale pour les BTAN.

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 jusqu'au vendredi 13 décembre 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjugé en séance pour chacune des lignes de titres.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus lors des trois précédentes séances d'adjudication d'OAT et de BTAN en écus (septembre, octobre et novembre 1996).

OAT 7 % AVRIL 2006 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
105,46	10 000 000	10 000 000	105,46
105,42	5 000 000	15 000 000	105,45
105,40	70 000 000	85 000 000	105,41
105,38	45 000 000	130 000 000	105,40
105,36	60 000 000	190 000 000	105,39
105,34	105 000 000	295 000 000	105,37
105,32	85 000 000	380 000 000	105,36
105,30	95 000 000	475 000 000	105,35
105,28	55 000 000	530 000 000	105,34
105,26	90 000 000	620 000 000	105,33
105,24	15 000 000	635 000 000	105,33
105,22	10 000 000	645 000 000	105,32
105,20	50 000 000	695 000 000	105,32
105,16	30 000 000	725 000 000	105,31
105,10	5 000 000	730 000 000	105,31
105,00	5 000 000	735 000 000	105,31
104,92	10 000 000	745 000 000	105,30
Prix limite retenu : 105,36 % (taux de rendement : 6,22 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 105,39 % (taux de rendement : 6,21 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 14 novembre 1996	Séance du 10 décembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	265	190	-75
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,27	6,22	-0,05
– au prix moyen pondéré	6,26	6,21	-0,05

– Résultat global de l'adjudication du 12 décembre 1996

(*Communiqué de la Banque de France en date du 13 décembre 1996*)

Dans le cadre de l'adjudication de bons du Trésor et d'obligations assimilables du Trésor en écus du 12 décembre 1996, aucune offre non compétitive n'a été présentée par les spécialistes en valeurs du Trésor.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 335 millions d'écus se répartissant comme suit :

	(en millions d'écus)		
	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives retenues	Total
BTAN 6 % mars 2001	145	–	145
OAT 7 % avril 2006	190	–	190
Total	335	–	335

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

**Journal officiel du 18 décembre 1996 –
Seuils de l'usure applicables à compter du 1^{er} janvier 1997**

TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
	(en pourcentage)	
	Taux effectifs pratiqués au 4 ^e trimestre 1996	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} janvier 1997
CRÉDITS AUX PARTICULIERS		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe	8,31	11,08
– Prêts à taux variable	7,31	9,75
– Prêts relais	8,78	11,71
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs	15,56	20,75
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	13,37	17,83
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	10,45	13,93
CRÉDITS AUX ENTREPRISES		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	10,38	13,84
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,93	9,24
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	7,93	10,57
– Découverts en compte (a).....	10,58	14,11
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.....	9,65	12,87

Note : 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.

(a) *Commissions de plus fort découvert* : Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'octobre 1996 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.

Source : Journal officiel
Réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 49 43

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DES 2 ET 3 DÉCEMBRE 1996

- Avis relatif au dossier type d'agrément des prestataires de services d'investissement.

JO DU 5 DÉCEMBRE 1996

- Avis de la Commission de la privatisation du 28 novembre 1996 relatif au transfert au secteur privé de la participation majoritaire détenue par l'État dans le capital de la société Thomson SA.

JO DU 6 DÉCEMBRE 1996

- Arrêté du 28 novembre 1996 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'octobre 1996.

JO DU 8 DÉCEMBRE 1996

- Décret n° 96-1054 du 5 décembre 1996 pris pour l'application de l'article 51 de la loi n° 96-314 du 12 avril 1996 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

JO DU 11 DÉCEMBRE 1996

- Arrêté du 3 décembre 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 décembre 1997 pour les obligations de l'État à taux révisable décembre 1997 TRA (code Sicovam n° 10 192).
- Circulaire du 7 novembre 1996 relative à la dématérialisation des virements papier remis par les collectivités et établissements publics locaux.
- Avis relatif au dossier type d'agrément des prestataires de services d'investissement.

JO DU 15 DÉCEMBRE 1996

- Décret du 13 décembre 1996 autorisant le Consortium de réalisation à faire procéder à la cession de sa participation dans Sligos à la société Axime.
- Avis de la Commission de la privatisation du 10 décembre 1996 relatif à la privatisation de la société Sligos.

JO DU 18 DÉCEMBRE 1996

- Arrêté du 3 décembre 1996 relatif à la création d'une commission d'adjudication et d'appel d'offres.
- Arrêté du 13 décembre 1996 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007
- Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 20 DÉCEMBRE 1996

- Arrêté du 13 décembre 1996 autorisant la société Imprimerie nationale à souscrire à une augmentation de capital d'une société.
- Arrêté du 19 décembre 1996 relatif aux modalités du transfert du secteur public au secteur privé de la Compagnie des machines Bull.
- Avis de la Commission de la privatisation du 17 décembre 1996 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la Compagnie des machines Bull.
- Avis de la Commission de la privatisation du 19 décembre 1996 relatif aux modalités du transfert du secteur public au secteur privé de la Compagnie des machines Bull.

JO DES 25 ET 26 DÉCEMBRE 1996

- Arrêté du 13 décembre 1996 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de novembre 1996.
- Arrêté du 13 décembre 1996 relatif à la frappe et à la mise en circulation de cinq pièces commémoratives de 500 francs, de trois pièces commémoratives de 100 francs et de quatre pièces commémoratives de 10 francs.

JO DU 29 DÉCEMBRE 1996

- Loi n° 96-1160 du 27 décembre 1996 de financement de la Sécurité sociale pour 1997.
- Arrêté du 24 décembre 1996 portant création d'un Comité national de l'euro.
- Arrêté du 24 décembre 1996 portant homologation d'un règlement de la Commission des opérations de bourse.

JO DES 30 ET 31 DÉCEMBRE 1996

- Loi de finances pour 1997 (n° 96-1181 du 30 décembre 1996).
- Loi de finances rectificative pour 1996 (n° 96-1182 du 30 décembre 1996)