BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 70

OCTOBRE 1999

Sommaire

Éditorial

Actualité

1. La situation économique de la France
2. Les comportements monétaires et financiers
3. Les marchés de capitaux
4. Chronologie

Études

La nature juridique de la monnaie électronique
La préparation à l'an 2000 de la place de Paris
Le concept de banque centrale
Modes de financement des entreprises allemandes et françaises
La situation des entreprises industrielles – Bilan 1998
Le coût du crédit aux entreprises
Opérations internationales des banques résidentes
au premier trimestre 1999

Achevé de rédiger le 12 octobre 1999

Éditorial

À quelques semaines du passage à l'an 2000, l'adaptation des systèmes d'information pose deux séries de problèmes. En premier lieu, les difficultés techniques directement liées au bogue, dont le traitement doit faire l'objet d'un suivi par les responsables économiques, bancaires et financiers. En second lieu, les effets possibles, plus difficiles à cerner, de l'inquiétude des agents économiques envers la matérialisation des risques de défaillance affectant, notamment, les systèmes de règlement. On peut ainsi envisager l'hypothèse d'un surcroît de demandes de billets, d'un comportement de stockage atypique de la part des consommateurs et des entreprises, ou encore d'un comportement de placement particulier des agents financiers à l'approche du 1er janvier 2000.

D'une manière générale, la probabilité de réalisation de ces risques techniques, tout comme l'ampleur de leurs effets financiers ou macroéconomiques, peut être considérée comme faible. La mobilisation de l'ensemble des acteurs de la place a permis de déterminer un « ordre de marche » précis et concerté pour le traitement des difficultés techniques, ce qui devrait contribuer à dissiper l'inquiétude du public, et les modifications de comportements économiques prévisibles pour la période entourant le 1er janvier 2000 devraient être limitées.

La Banque de France, pour sa part, contribue de manière déterminante à la préparation du passage à l'an 2000, compte tenu de ses responsabilités, directes ou partagées avec le reste du Système européen de banques centrales, dans les domaines de l'alimentation en monnaie fiduciaire, de la gestion des systèmes d'échange interbancaires et, plus généralement, de la surveillance de la stabilité du système financier.

Concernant les aspects techniques, la Banque de France, notamment au travers du groupe de concertation de place qu'elle préside, conjointement avec l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, s'est investie dans l'organisation d'une série de tests visant à vérifier, au niveau de l'ensemble des acteurs de la place, la parfaite continuité des systèmes de paiement et des opérations de marché. Ainsi, cinq « répétitions générales » ont été réalisées entre les mois de mai et septembre 1999. En plus de ces tests nationaux, la communauté financière et bancaire française s'est associée aux tests organisés dans le cadre du Système européen de banques centrales, ainsi qu'au test mondial des 12 et 13 juin 1999. Les résultats ont montré le bon déroulement des plans de préparation ; il restait, néanmoins, à poursuivre l'adaptation des terminaux de paiement électronique installés chez les commerçants. Les efforts de sensibilisation du GIE Cartes bancaires devraient permettre d'accélérer le rythme des mises en conformité.

À ce suivi régulier s'ajoutera, lors du week-end de passage à l'an 2000, la mise en place d'un dispositif de veille permettant, le cas échéant, de transmettre rapidement aux instances de régulation de la place toute alerte majeure. Il est à noter que le passage à l'euro, au 1er janvier 1999, avait été une première occasion de mener à bien de manière concertée une modification technique de grande ampleur, couronnée de succès. La place de Paris, comme les autres places européennes, bénéficie là d'une expérience utile.

S'agissant du fonctionnement des marchés en fin d'année, l'incertitude portant sur une moindre fluidité dans les échanges de liquidité entre les banques, et sur une demande additionnelle de billets de la part du public, se traduit par un certain comportement d'évitement, sur les marchés financiers, envers des opérations dont le débouclage interviendra dans les jours entourant le 1er janvier 2000. Une « prime de risque an 2000 » a ainsi pu être observée sur l'échéance « décembre 1999 » par rapport à « mars 2000 » sur l'Euribor. À cet égard, le dispositif de politique monétaire applicable dans la zone euro, qui a déjà fait l'objet de communications par l'Eurosystème, permet d'assurer que nous pourrons faire face de façon appropriée à toute demande de liquidité supplémentaire. En effet, l'Eurosystème dispose d'une large gamme d'instruments de refinancement — en particulier, les établissements ont accès à une facilité de prêt marginal assurant un refinancement automatique à 24 heures non plafonné —, il accepte, en outre, une gamme de garanties mobilisables très diversifiée et se trouve en relation avec un grand nombre de contreparties. Enfin, l'existence d'un montant élevé de réserves obligatoires (100 milliards d'euros pour l'ensemble de la zone, 18 milliards pour les banques françaises) est un gage important de flexibilité pour la gestion des trésoreries bancaires.

Concernant les risques liés aux inquiétudes éventuelles manifestées par le public, l'un des domaines principaux d'intervention de la Banque de France est naturellement celui de la gestion de la circulation

fiduciaire. S'agissant de la possibilité pour le public de se procurer des espèces, les établissements de crédit ont procédé au test de leurs distributeurs automatiques de billets. Il en ressort que ces appareils devraient être, dans leur quasi-totalité, en mesure de remplir leur fonction lors du passage à l'an 2000. Toutefois, les craintes qu'éprouveraient certaines personnes à ce sujet ou quant à la possibilité d'effectuer des règlements par carte pourraient se traduire par un accroissement de la demande de billets de banque dans les semaines ou les jours qui précèdent le 1er janvier 2000. La Banque de France dispose de stocks qui lui permettront largement de faire face à cette éventualité. En effet, ses encaisses actuelles comportent non seulement des stocks de précaution, comme de coutume, mais également l'ensemble des billets dont elle aura besoin jusqu'en 2002, les coupures en cause ayant été produites à l'avance pour permettre à ses services d'impression des billets de se consacrer désormais à la production des euros.

Enfin, l'impact du changement de millénaire sur les systèmes d'information pourrait avoir des répercussions d'ordre macroéconomique. Certains ont ainsi évoqué l'hypothèse d'un ralentissement des gains de productivité comme conséquence des charges supplémentaires imposées par la mise en conformité des systèmes informatiques, ou celle d'une dérive des dépenses publiques dans la mesure où les administrations sont fortement utilisatrices de systèmes d'information lourds. À trois mois de l'échéance, il semble que de tels impacts ne puissent être décelés, ni en France ni dans l'ensemble des pays développés. À certains égards, le passage à l'an 2000 est l'occasion de moderniser des systèmes informatiques parfois anciens. Il se peut aussi que les entreprises modifient légèrement leur comportement de stockage et d'investissement dans les mois qui entourent le 1er janvier 2000. Une progression sensible des stocks pourrait, ainsi, être observée au quatrième trimestre 1999, reflétant la volonté des entreprises de se prémunir contre les éventuelles pertes de production liées à la défaillance de leurs systèmes d'information. De même, le volume d'investissement pourrait être influencé par les achats de logiciels (désormais comptabilisés en formation brute de capital fixe par la comptabilité nationale) requis pour la mise en conformité de ces systèmes. En tout état de cause, ce supplément de croissance constitue vraisemblablement un simple décalage dans le temps du rythme des dépenses.

Au total, il existe des risques et des incertitudes liés au passage à l'an 2000 et il ne faut ni les sous-estimer ni les surestimer. Le SEBC, comme la place de Paris et la Banque de France, se sont saisis très tôt des différents aspects du problème et ont veillé à ce que les dispositifs de sécurité nécessaires soient en place à bonne date.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

La reprise de l'activité,observée dès le mois de mars,s'est poursuivie et amplifiée aux deuxième et troisième trimestres

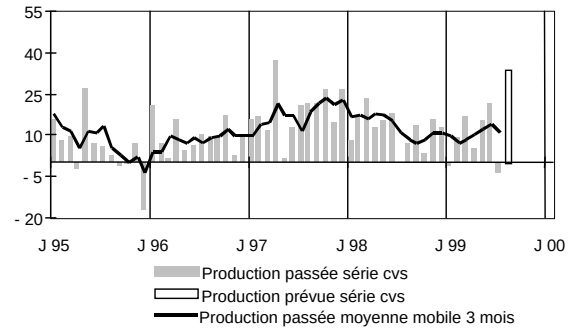
Au deuxième trimestre, le PIB a progressé de 0,6 % en France (après + 0,4 % au premier trimestre) et de 2,1 % sur un an (après + 2,3 %). À la fin du premier semestre, l'acquis de croissance atteignait 1,8 %. L'accélération de la croissance au deuxième trimestre tient à la progression des dépenses de consommation des ménages (+ 0,5 %, après + 0,2 %, soit 0,3 point de contribution à la hausse du PIB) et à la reprise des exportations (+ 2,6 %, après un recul de 0,9 % au premier trimestre).

La France enregistre, ainsi, une croissance supérieure à celle de la zone euro : 0,5 % au deuxième trimestre, après 0,4 % au premier, et 1,6 % sur un an, comme au trimestre précédent (cf. encadré sur l'évolution de l'environnement international, page suivante).

Les derniers indicateurs confirment la bonne orientation de l'économie française au second semestre.

La production dans l'industrie

(solde d'opinions)

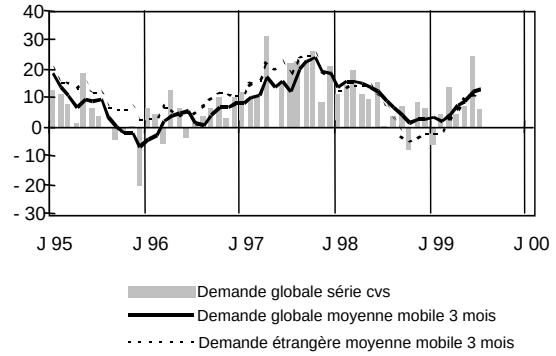


Selon l'enquête de la Banque de France menée début septembre, l'activité s'est stabilisée en juillet, après les progrès enregistrés depuis le printemps. En hausse dans l'automobile, la production s'est repliée dans les biens de consommation et, dans une moindre mesure, dans les biens intermédiaires ; elle est demeurée stable dans les industries agro-alimentaires et les biens d'équipement.

Si la demande globale a peu varié au cours du mois, la demande intérieure est demeurée vigoureuse, grâce au dynamisme de la consommation des ménages et à la fermeté de la demande intérieure industrielle.

La demande dans l'industrie

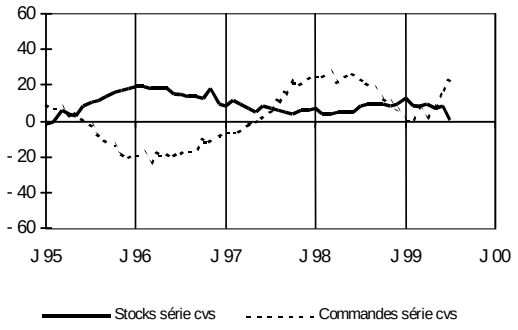
(solde des opinions)



Les carnets de commandes se sont étoffés et apparaissent, à l'issue des congés d'été, correctement garnis dans tous les secteurs. Les stocks, qui se sont allégés, se situent, dans l'ensemble, au niveau désiré ; jugés supérieurs à la normale dans les biens de consommation, ils sont considérés comme inférieurs à la normale dans l'automobile et dans les biens d'équipement.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions)



Évolution récente de l'environnement international

Les indicateurs économiques publiés au cours des dernières semaines montrent une poursuite de l'amélioration du contexte économique.

Aux États-Unis*, la révision à la baisse de la croissance du PIB du deuxième trimestre (1,6 %, contre 1,8 %) recouvre une orientation toujours soutenue de la demande interne. En août, les permis de construire sont, toutefois, en baisse et la croissance du nombre de logements mis en chantier est moins rapide, tout comme la production industrielle (+ 0,3 % sur un mois). La hausse des prix est restée modérée en août (0,2 % sur un mois), mais celle du taux de salaire horaire moyen s'est accélérée en septembre (+ 0,5 % sur un mois).*

Au Japon*, les indicateurs économiques couvrant le mois d'août suggèrent une poursuite de la stabilisation de l'activité. Le ratio offres/demandes d'emploi reste à 0,46, comme en juillet ; les mises en chantier de logements et les ventes au détail se sont redressées. La remontée particulièrement vive de la production industrielle (4,6 % sur un mois) ne doit pourtant pas tromper dans la mesure où elle repose en partie sur un plus grand nombre de jours ouvrables. Les exportations, toujours orientées à la baisse (– 6,9 % sur un an, après – 7,5 %), témoignent des difficultés du Japon face à la remontée du yen. Les résultats du* Tankan *pour le troisième trimestre montrent une forte amélioration de la confiance des entreprises. Toutefois, la Banque du Japon précise, dans son rapport mensuel, qu'elle ne repère encore aucun signe de reprise durable de la demande privée. Dans ce contexte, la Banque centrale a décidé d'injecter plus de liquidités sur le marché monétaire. De son côté, le gouvernement a confirmé son intention de faire adopter en novembre un nouveau plan de relance budgétaire.*

En Amérique latine*, les incertitudes sur les perspectives de croissance à court terme de la zone se sont renforcées, avec la décision de la Colombie d'abandonner la bande de fluctuation du peso et la suspension par l'Équateur du service d'intérêt sur les obligations «* Brady *». En Argentine, aucun signe ne vient confirmer la reprise attendue de l'activité au second semestre. Selon les dernières prévisions du FMI, la croissance du PIB de la zone devrait être de 0,1 % seulement cette année.*

Pour l'ensemble de la zone euro*, l'excédent commercial a atteint 12,1 milliards d'euros en juillet (13,6 milliards en juillet 1998). L'excédent du compte des transactions courantes de la zone pour les sept premiers mois de 1999 s'est élevé à 34,6 milliards d'euros, en diminution de 7,5 milliards par rapport à la période correspondante de 1998.*

Les données révisées d'Eurostat font apparaître une légère accélération du PIB au deuxième trimestre (+ 0,5 %, après + 0,4 % au trimestre précédent). En août, le taux de chômage est resté stable, à 10,2 % de la population active, et l'inflation s'est inscrite en hausse, à 1,2 %, après 1,1 %. Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de la Commission européenne du mois de septembre, la confiance des industriels s'est encore améliorée, alors que celle des ménages est restée étale à un haut niveau.

Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 5,7 % en août, après 5,8 % en juillet (chiffre révisé). Ce léger tassement traduit le ralentissement de la croissance des composantes de M2. À l'inverse, la progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire s'est accentuée. La progression des crédits au secteur privé est demeurée très soutenue (+ 9,9 % en août, après + 10,0 % en juillet).

*L'*Allemagne *est entrée dans une phase de raffermissement de l'activité. En août, la production industrielle est en hausse de 1,1 % sur un mois, après 1,0 % en juillet, et les commandes à l'industrie ont enregistré une forte augmentation, principalement sous l'effet de la demande étrangère. La consommation des ménages reste cependant atone. Ainsi, en juillet, les ventes au détail, en volume, se sont contractées de 1,3 % sur un mois, après une forte progression, de 2,6 %, en juin, et la confiance des ménages demeure toujours en baisse en septembre. Le taux de chômage augmente légèrement en septembre, à 10,6 % de la population active.*

En Italie*, le taux de chômage est en baisse, à 11,1 %, au troisième trimestre. En juillet, les commandes à l'industrie étaient en nette augmentation, à 4,8 % sur un mois. La confiance des consommateurs s'est cependant fortement réduite en septembre. Les prix de production sont en hausse de 0,3 % sur un mois en août, principalement sous l'effet du renchérissement des matières premières.*

En Espagne*, l'activité est restée soutenue au deuxième trimestre, avec une hausse du PIB de 1,1 %.*

Les perspectives sont bonnes : au cours des prochains mois, l'activité devrait nettement progresser dans tous les secteurs.

En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité a fortement progressé dans tous les secteurs. La demande globale s'est renforcée, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation. Les carnets de commandes se sont encore étoffés et sont jugés, partout, très bien garnis. Les stocks, encore légèrement supérieurs au niveau désiré dans les biens de consommation, sont considérés ailleurs comme normaux. Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser dans tous les secteurs.

Dans la zone euro, la production industrielle est mieux orientée. Elle a ainsi augmenté de 0,4 % entre mai et juillet par rapport aux trois mois précédents (après une hausse de 0,3 % entre avril et juin).

L'activité, en vive progression dans le bâtiment, demeure dynamique dans les services marchands

Le rythme de progression des mises en chantier de logements au cours des trois derniers mois (juin, juillet et août) est toujours élevé (+ 31,0 % par rapport à la période correspondante de 1998, après + 31,3 %), selon les résultats du ministère de l'Équipement. Le mouvement a légèrement ralenti dans le logement individuel (+ 10,6 %, après + 14,2 %), mais s'est accéléré dans le logement collectif (+ 57,0 %, après + 52,1 %).

Dans les services marchands, la croissance de l'activité s'est poursuivie en juillet-août, à un rythme toutefois un peu plus modéré qu'au bimestre précédent. Plus soutenue dans le transport routier de marchandises, l'ingénierie technique et la location automobile, l'activité s'est stabilisée à un niveau satisfaisant dans l'hôtellerie et l'ingénierie informatique. Un repli modéré est intervenu dans la réparation automobile et le travail temporaire.

Dans certaines branches, la croissance a parfois été freinée par l'insuffisance de personnel qualifié.

La croissance française, plus forte, est plus équilibrée

La progression de l'activité, qui s'appuie sur une demande intérieure dynamique, s'accompagne également d'une reprise de la demande extérieure.

La *consommation des ménages* bénéficie d'un niveau de confiance élevé qui tient à l'orientation favorable de l'emploi et des salaires.

Au cours du deuxième trimestre, les effectifs salariés du secteur marchand non agricole ont, en effet, progressé de 0,4 % (au lieu de 0,3 % retenu en première estimation et après + 0,6 % au premier trimestre), portant la hausse sur un an à 1,8 % (242 000 emplois), après + 1,9 %. Le ralentissement des créations d'emplois est donc modéré par rapport au pic enregistré à l'automne 1998 (+ 2,5 %) et le rythme de progression des effectifs retrouve celui observé au printemps 1998. Sectoriellement, le profil des créations d'emplois recoupe avec retard celui du « trou d'air » que l'économie française a traversé entre la fin de l'année 1998 et le premier trimestre 1999 : dans l'industrie, secteur le plus directement touché par le fléchissement de l'activité internationale à la fin 1998, les effectifs salariés ont diminué de 0,2 %, soit la plus forte baisse enregistrée depuis le premier trimestre 1997. En revanche, les effectifs ont augmenté dans la construction (+ 0,5 % sur un an, avec la création de 5 800 postes) et, plus encore, dans le tertiaire (+ 2,9 % sur un an et 247 000 emplois créés).

En août 1999, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie 1 (ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois) a très légèrement augmenté (+ 8 400 personnes, soit 0,3 %), après la très forte baisse observée le mois précédent (– 52 000 personnes, soit – 1,9 %). Sur un an, le repli du nombre de chômeurs continue de s'accentuer (– 7,0 % en août, après – 6,6 % le mois précédent) ainsi que le recul du taux de chômage, qui s'établit à 11,3 % (– 0,6 point sur un an, après – 0,5 point en juillet).

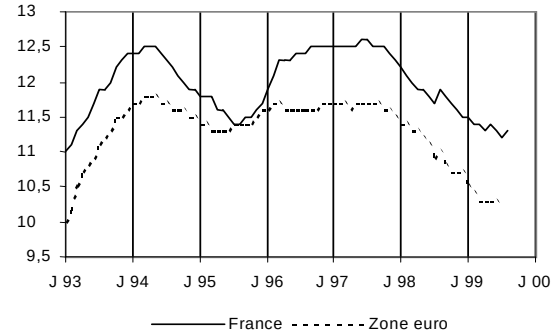
Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits depuis plus d'un an à l'ANPE a diminué de nouveau (– 0,7 % et – 9,8 % sur un an).

Le nombre de journées de chômage partiel est en baisse de 15,7 % sur le mois (+ 29,6 % sur un an). Par ailleurs, selon les derniers renseignements recueillis par la Banque de France auprès des industriels, les situations de sureffectifs sont restées stables au premier semestre 1999, alors que les projets de résorption rapide de la main-d'œuvre excédentaire sont plus fréquemment évoqués.

Dans la zone euro, le taux de chômage a également diminué en juillet, à 10,2 % de la population active, contre 10,9 % un an auparavant.

Taux de chômage au sens du BIT

(en poucentage)



Sources : Dares, Eurostat

L'évolution des salaires reste, elle aussi, favorable au développement de la demande des ménages. Le pouvoir d'achat des salaires a progressé de 1,4 % sur un an en juin 1999, en très léger ralentissement par rapport au mois de mars (+ 1,6 %), et celui du revenu disponible de l'ensemble des ménages devrait augmenter de près de 3 % en 1999.

Dans ce contexte, l'indicateur résumé des opinions des ménages se situe à un niveau très élevé (stable depuis le mois d'avril, il s'est redressé en juillet et atteint, en septembre, un nouveau record historique) et la consommation des ménages demeure très dynamique. Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés ont augmenté de 6,8 % en juillet, et se sont repliées de 3,1 % en août. Les achats de biens durables ont fortement progressé (+ 13,6 % en juillet ; – 1,1 % en août), évolution qui reflète principalement celle des achats d'automobiles (+ 22,5 % en juillet ; léger effritement en août). Au total, fin août, la consommation des ménages en produits manufacturés s'inscrivait en hausse de 3,6 % sur un an et dégageait un acquis de croissance de 4,1 %.

Les déterminants de l'*investissement* sont bien orientés.

La situation de trésorerie des entreprises est bonne. Selon la dernière enquête financière de la Banque de France, elle s'est encore améliorée au deuxième trimestre, celle des petites et moyennes entreprises, notamment, atteignant son plus haut niveau depuis le début de l'enquête (troisième trimestre 1991).

Le taux d'utilisation des capacités de production se situe nettement au-dessus de son niveau moyen de longue période.

Les conditions de financement pratiquées par les banques s'inscrivent en baisse régulière : selon l'enquête de la Banque de France, le coût moyen du crédit aux entreprises s'établissait à 3,88 % pour les crédits à moyen et long termes au troisième trimestre 1999 (contre 4,69 % un an auparavant) ; cette évolution explique en partie la progression des crédits bancaires aux sociétés destinés à l'investissement (+ 10,9 % en juillet, après + 10,1 % en juin).

Le dynamisme de la demande intérieure s'accompagne d'une reprise des *exportations*. En juillet, selon les résultats du commerce extérieur, les exportations ont augmenté de 4,9 %, après + 4,6 % en juin. Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France menée début septembre, la reprise des commandes asiatiques se confirme, ainsi que le courant d'ordres en provenance des pays européens.

La progression de l'activité devrait se poursuivre au cours des prochains mois

Dans l'industrie, les dernières enquêtes disponibles montrent une amélioration sensible des perspectives à court terme.

Ainsi, selon l'enquête de l'INSEE du mois de septembre, l'activité industrielle devrait rester très dynamique au cours des prochains mois.

Dans les services marchands, les prévisions d'activité pour le bimestre septembre-octobre sont confiantes. Dans la plupart des branches, les professionnels interrogés anticipent un accroissement de leur activité à l'automne.

Dans le bâtiment et les travaux publics, selon la dernière enquête trimestrielle de la Banque de France, les prévisions pour le troisième trimestre 1999 sont, dans l'ensemble, très favorables tant dans la construction neuve de logements que dans l'amélioration-entretien et dans la construction de bâtiments non résidentiels. Les carnets de commandes, selon l'enquête mensuelle de l'INSEE, représentaient en juillet 4,9 mois d'activité dans le bâtiment, contre 4,5 mois en début d'année.

Au total, selon l'INSEE, la croissance du PIB devrait s'accélérer au second semestre, passant d'un rythme annualisé de 2,0 % au premier semestre à plus de 2,5 % au second. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, le projet de loi de finances 2000 retient une croissance de 2,3 % en moyenne (+ 2,8 % en 2000).

Les instituts privés de conjoncture ont, par ailleurs, revu à la hausse les perspectives de croissance en France (+ 2,4 % en 1999 et + 3,0 % en 2000).

1.2. L'évolution des prix

Une hausse modérée des prix de détail

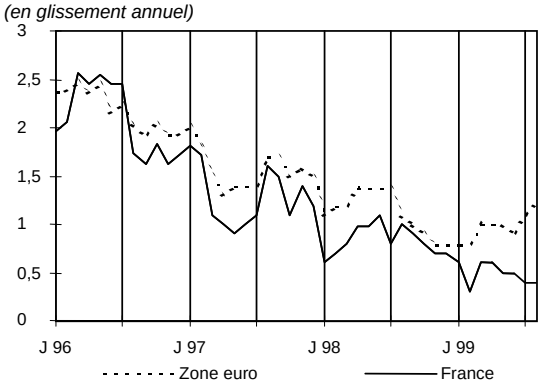
Selon l'INSEE, l'indice définitif des prix de détail (base 100 en 1998) a augmenté de 0,1 % en août, en données brutes comme en données cvs (+ 0,5 % sur douze mois, après + 0,4 % le mois précédent).

La France enregistrait ainsi, pour ce même mois, la meilleure performance européenne avec l'Autriche, devant l'Allemagne (+ 0,7 % en glissement sur douze mois) et la Suède (+ 0,8 %) pour ce qui concerne l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Les taux les plus élevés ont été enregistrés aux Pays-Bas (+ 2,5 %), au Danemark et en Irlande (2,4 % chacun) ainsi qu'en Espagne (+ 2,3 %).

Pour l'ensemble de la zone euro, l'augmentation de l'IPCH a été de 1,2 % (après + 1,1 % en juillet et + 1,1 % également en août 1998).

Indice des prix à la consommation harmonisé

(en glissement annuel)



Sources : INSEE, Eurostat

Les *prix alimentaires* ont enregistré une baisse saisonnière de 0,8 % en août (– 0,4 % sur un an). La diminution des prix des produits frais a été plus marquée que celle observée sur la période correspondante de l'année précédente (– 7,8 %, contre – 5,0 % en août 1998, et – 9,0 % sur un an). Les prix de l'alimentation hors produits frais se sont accrus de 0,2 % sur le mois (+ 0,9 % sur douze mois).

Les *prix des produits manufacturés y compris énergie* ont progressé de 0,8 % en août et de 0,1 % sur un an.

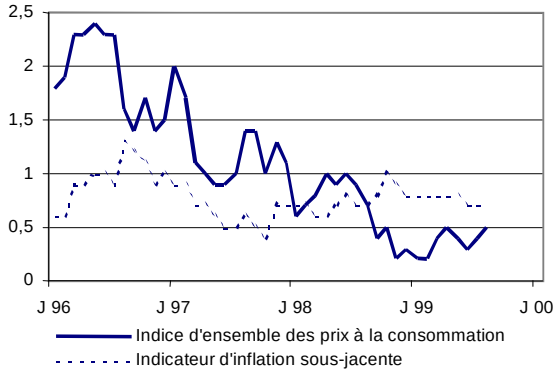
– Les prix des *produits manufacturés* ont crû de 0,7 % en août (– 0,4 % sur un an). Ceux de l'habillement-chaussure ont augmenté de 3,8 %, sous l'effet de la sortie de la période des soldes (+ 0,5 % sur un an). Ceux des produits de santé se sont repliés de 0,1 % en août (inchangés sur un an). Les prix des autres produits manufacturés sont restés stables (– 0,8 % sur un an), ceux des automobiles neuves ayant toutefois diminué de 0,1 % (– 2,6 % sur un an).

– Les prix de l'*énergie* se sont accrus de 1,6 % sur le mois (+ 2,7 % sur un an), du fait de l'augmentation de 2,7 % des prix des produits pétroliers (+ 8,9 % sur un an). Ceux des carburants ont progressé de 2,5 % et ceux des combustibles liquides de 4,5 %.

Les prix des *services* n'ont pas varié sur le mois (+ 1 % sur un an). Ceux de l'ensemble loyer et eau progressent de 0,2 % en août. Ceux des transports et télécommunications diminuent de 0,4 % (+ 0,5 % en glissement annuel), en raison, principalement, du recul saisonnier des prix des transports aériens, et ceux des services de santé sont en baisse de 0,1 % (+ 0,2 % sur un an). Les prix des autres services sont restés stables (+ 1,0 % sur un an).

Rythme de croissance de l'indice des prix à la consommation et de l'inflation sous-jacente

(données cvs, en glissement annuel)



Source : INSEE

La tendance de fond de la progression des prix, mesurée par les indicateurs d'inflation sous-jacente, continue d'apparaître un peu plus élevée que celle de l'indice d'ensemble (+ 0,7 % sur un an, selon l'INSEE, comme en juillet 1999 et en août 1998).

Les prix de vente industriels des biens intermédiaires se redressent en liaison avec la hausse du coût de l'énergie

Stables en juin, les prix de vente industriels des biens intermédiaires se sont redressés en juillet (+ 0,3 %, contre – 0,2 % un an auparavant) et en août (+ 0,2 %, contre – 0,2 % en août 1998)

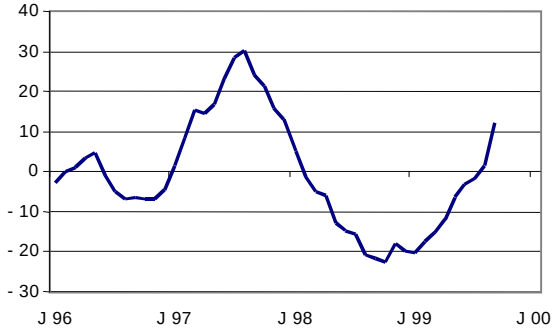
En glissement annuel, la baisse des prix de vente industriels des biens intermédiaires continue de se réduire, à 1,2 % en août, contre – 1,6 % en juillet et – 2,1 % à la fin du deuxième trimestre (– 1,3 % en août 1998).

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle des biens intermédiaires ont progressé de 0,4 % en juillet. En glissement annuel, ils diminuent encore (– 0,4 %), mais sensiblement moins qu'en juin (– 1,0 %).

En septembre, l'indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées a augmenté de 4,05 %, contre – 0,7 % en août).

Rythme de croissance de l'indice Banque de France du coût des matières premières importées

(en glissement annuel)



Sur douze mois, la hausse atteint 11,98 % (après + 1,6 % en août et – 21,13 % en septembre 1998).

Le prix du *Brent* a continué d'augmenter en septembre, pour coter, en moyenne, 22,58 dollars le baril, en hausse de 11,56 % par rapport au mois précédent et de 68,63 % sur un an.

À court terme, la progression des prix à la consommation resterait encore mesurée, mais le redressement des prix des matières premières et du pétrole pourrait conduire à une légère accélération de leur rythme de croissance au cours des prochains mois.

1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

Évolution récente

En moyenne mensuelle, le yen s'est fortement apprécié en septembre et le dollar est resté ferme vis-à-vis de l'euro. Au sein de l'Union européenne, la livre sterling et la couronne suédoise se sont inscrites en hausse. Les devises de l'Asie émergente se sont globalement repliées pour le deuxième mois consécutif, le mouvement étant lié en grande partie à une nouvelle baisse de la roupie indonésienne. Le bloc des monnaies d'Amérique latine est demeuré quasiment stable.

Au total, la variation de l'indicateur calculé vis-à-vis d'un ensemble de 42 partenaires [1] fait apparaître en septembre une légère amélioration de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros.

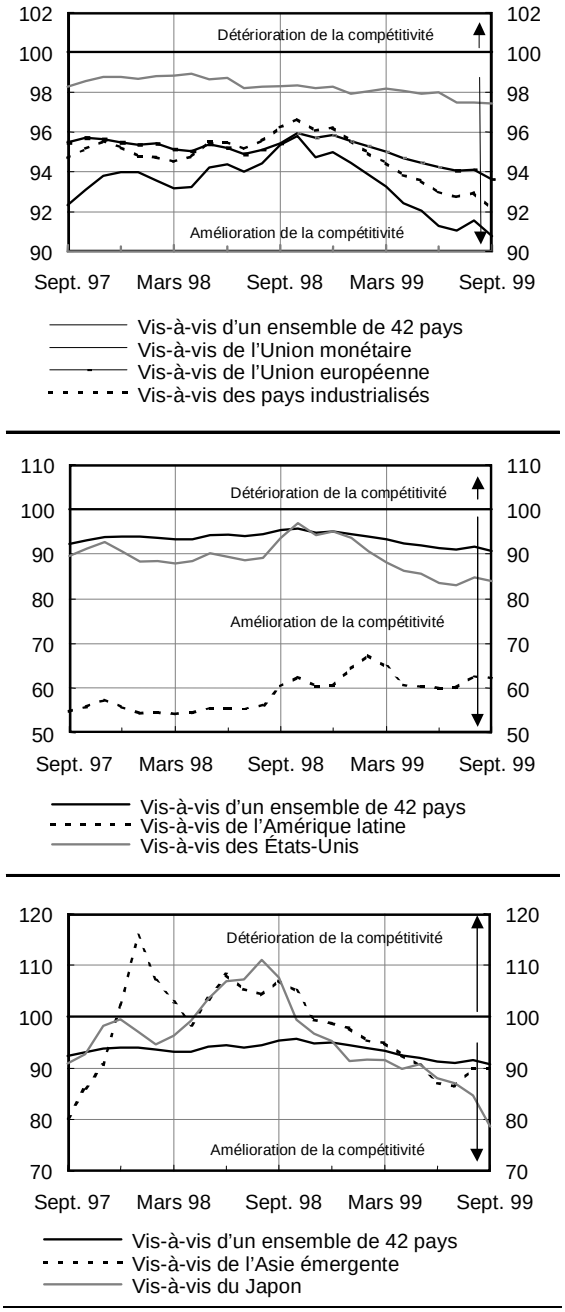
Ce mouvement a concerné, à des degrés divers, tous les groupes de pays.

Évolution de long terme

Par rapport au niveau moyen de l'année 1987, l'avantage de compétitivité dont bénéficie la France s'est renforcé en septembre, particulièrement vis-à-vis des produits japonais.

Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro
Indicateurs d'évolution des prix à la consommation dans une même unité monétaire

(indices base 100 = 1987)



Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

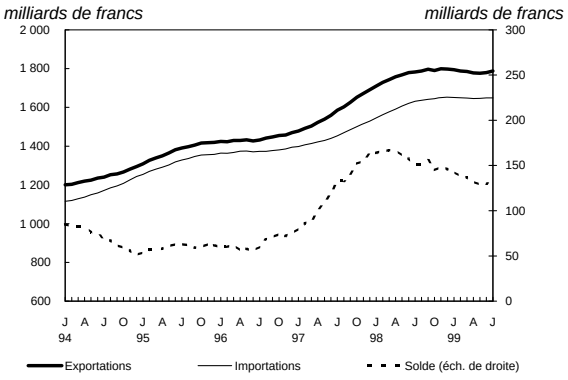
[1] *Union européenne, États-Unis, Suisse, Japon, Canada*, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, *Norvège*, Brésil, *Australie*, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, *Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le proupe des pays industrialisés)*.

Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

1.4. Le commerce extérieur en juillet 1999

Évolution globale (données douanières FAB-FAB cvs)

Commerce extérieur
Cumuls sur douze mois (cvs)



Source : Douanes

Le commerce extérieur enregistre en juillet un solde positif record de 21,3 milliards de francs, en données cvs, très supérieur à celui du mois précédent (+ 12,3 milliards) et à la moyenne observée au cours des six derniers mois (+ 10,9 milliards).

Le résultat de juillet traduit une forte progression des exportations (+ 4,6 %), qui, à près de 160 milliards de francs, dépassent de plus de 4 milliards le niveau le plus élevé atteint jusqu'alors (155,3 milliards en septembre 1998), et un recul des importations (– 1,5 %), à 138,3 milliards. Le taux de couverture a également atteint un niveau comparable au record de juillet 1997, à 115,4 milliards de francs, contre 115,5 milliards.

La performance des exportations s'explique principalement par la vive progression, d'un mois à l'autre, des ventes des produits de l'industrie automobile (+ 10,9 %) et des biens d'équipement (+ 10,5 %), ainsi que par l'apport de contrats militaires. Du côté des importations, seuls les biens intermédiaires et les produits des industries agro-alimentaires enregistrent une légère augmentation par rapport à juin (respectivement + 0,7 % et + 3,1 %).

En cumul à fin juillet, le solde positif s'inscrit désormais en retrait de 7 milliards de francs seulement par rapport à la période correspondante de 1998 (contre 15,7 milliards à la fin du premier semestre), à 73,5 milliards, contre 80,5 milliards un an auparavant.

Orientation géographique (données douanières CAF-FAB cvs)

L'excédent avec les pays de l'*Union européenne* s'établit au niveau record de 10,8 milliards de francs, sous l'effet combiné d'une augmentation des exportations (+ 2,4 % par rapport au mois précédent) et d'une baisse des importations (– 3,0 %).

Vis-à-vis de la zone euro, la contraction des achats de biens intermédiaires et de biens d'équipement électroniques et mécaniques provoque une baisse de 3,2 % des importations. Malgré le recul enregistré avec l'*Allemagne* (– 3,1 %), les exportations, dont la croissance est soutenue dans le secteur automobile, progressent de 1,4 %, en particulier vers l'*Italie* (+ 2,0 %) et l'*Espagne* (+ 6,3 %), avec la vente d'un paquebot.

S'agissant des *autres pays de l'Union européenne*, les échanges avec le *Royaume-Uni* connaissent des évolutions contrastées, avec une hausse de 8,7 % des exportations et une baisse de 7,8 % des importations. En conséquence, l'excédent bilatéral double par rapport au mois précédent (4,6 milliards de francs en juillet, après 2,3 milliards en juin).

Le solde commercial avec les *États-Unis* s'améliore sensiblement (– 0,5 milliard de francs, après – 1,5 milliard en juin), grâce à la progression des exportations (8,1 %), qui atteignent le niveau inégalé à 12,1 milliards, principalement en raison du bon niveau des ventes d'aéronefs, alors que les importations restent stables, à 12,6 milliards de francs.

Le déficit de la France avec le *Japon* est inchangé, à 2,9 milliards de francs ; les importations diminuent de 1,4 %, malgré une hausse des achats d'automobiles et de motocycles, mais les exportations, qui avaient bénéficié en juin d'une vente de produits fissibles, s'effritent (– 3,0 %), malgré d'importantes livraisons de produits pharmaceutiques.

Les exportations vers les *pays d'Asie hors Japon* augmentent (+ 26,7 %) pour le deuxième mois consécutif, à la fois dans les biens intermédiaires, les biens de consommation et les biens d'équipement (branche aéronautique), réduisant le déficit avec la région à 1,9 milliard de francs, après 3,6 milliards en juin.

Les ventes au *Proche- et Moyen-Orient,* à la faveur de la livraison de 5 Airbus, augmentent de 57,5 % et propulsent l'excédent vis-à-vis de la zone à 4 milliards de francs, contre 1,6 milliard en juin et en moyenne au cours des douze derniers mois.

1.5. La balance des paiements du mois de juillet 1999

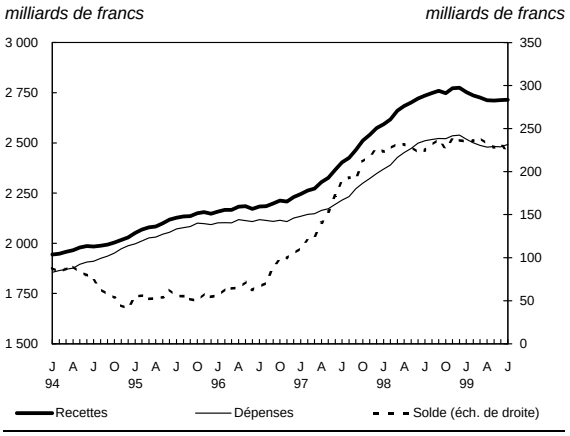
L'excédent du *compte de transactions courantes* atteint 15,4 milliards de francs en données brutes et 15,3 milliards en données cvs, soit 2,3 milliards d'euros. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde s'établit à 121,5 milliards de francs (18,5 milliards d'euros), contre 135,5 milliards (20,7 milliards d'euros) pour la période correspondante de 1998. Par rapport à l'année dernière, le solde des échanges de services — hors voyages — se replie de 6 milliards de francs, les revenus et les transferts courants accusant des reculs respectifs de 15 milliards et 1 milliard. En revanche, sous l'effet d'une forte progression des recettes, le solde des voyages est en hausse de près de 8 milliards de francs, tandis que les échanges de biens dégagent un excédent équivalent à celui des sept premiers mois de 1998, notamment en raison des résultats exceptionnels de juillet.

Les placements nets à l'étranger enregistrés au compte financier atteignent 30,1 milliards de francs pour juillet et 198,3 milliards pour les sept premiers mois de 1999. Comme au cours des mois précédents, les *investissements directs français à l'étranger* sont restés très dynamiques en juillet. En cumul, depuis le début de l'année, ils s'élèvent à 226,4 milliards de francs, soit presque autant que pour l'ensemble de 1998. À l'inverse, les *investissements directs étrangers en France* ralentissent en juillet, sous l'effet de désinvestissements, et pour les sept premiers mois de 1999, se situent en deçà du niveau atteint pour la période correspondante de 1998 (à 101,7 milliards de francs, contre 107 milliards), le phénomène est particulièrement marqué pour la composante « capital social », qui revient à 15,4 milliards, contre 54,1 milliards pour les sept premiers mois de 1998.

À l'inverse, le solde débiteur des *investissements de portefeuille* se réduit par rapport à 1998, à – 152,4 milliards de francs, contre – 211,1 milliards. D'un début d'année à l'autre, les achats de titres étrangers — libellés en euros et en monnaies européennes dans leur quasi-totalité — poursuivent leur progression, mais celle-ci est plus que compensée par l'accélération des achats de titres français par les non-résidents (407,2 milliards de francs, contre 251,7 milliards sur les sept premiers mois de 1998).

1.5.1. Les transactions courantes

Transactions courantes
Cumuls sur douze mois



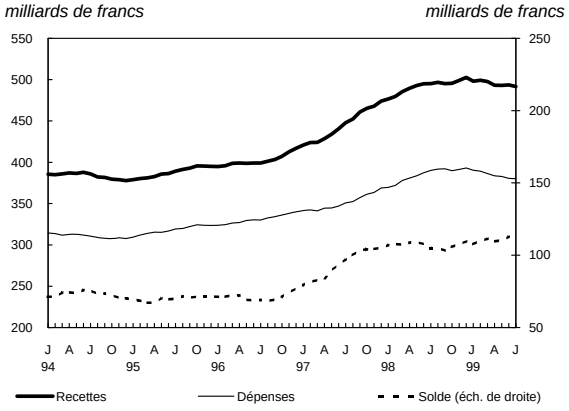
L'excédent des transactions courantes s'est replié en juillet à 15,3 milliards de francs en données cvs, après 18,6 milliards en juin, la forte progression de l'excédent des biens ayant été plus que compensée par le recul important du solde des revenus et, dans une moindre mesure, des services et des transferts courants. L'excédent cumulé à fin juillet s'établit à 111,6 milliards de francs, contre 124,8 milliards douze mois plus tôt.

Les biens (données cvs)

Le montant record atteint par le solde douanier en juillet provoque un doublement de l'excédent des biens d'un mois à l'autre, à 23 milliards de francs, contre 10,7 milliards en juin. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde cumulé des biens, à 87,8 milliards de francs, est désormais comparable à celui de l'année précédente, alors que les résultats du premier semestre s'inscrivaient encore en recul par rapport à la période correspondante de 1998 (+ 64,8 milliards, contre + 73,5 milliards).

Les services (données cvs)

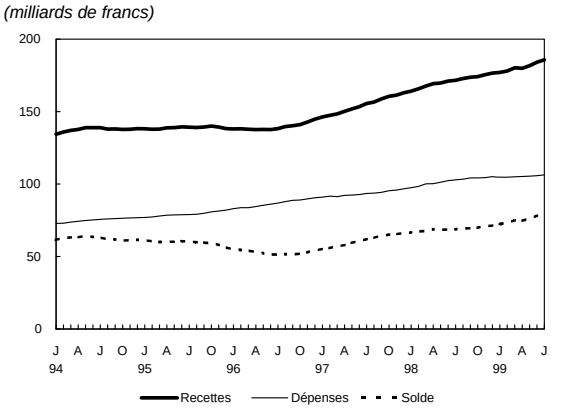
Services
Cumuls sur douze mois (cvs)



Après le bon niveau enregistré en mai et en juin (respectivement 11,3 milliards de francs et 11 milliards), l'excédent des services recule sensiblement, à 6 milliards, sous l'effet conjugué d'une baisse des recettes de 7,6 % et d'une hausse des dépenses de 5,5 %. En cumul sur sept mois, il reste, cependant, supérieur de 2,1 milliards de francs à celui de la période correspondante de 1998, à 63,2 milliards.

Composante principale de l'excédent global des services, le solde des *voyages* s'établit à + 6,7 milliards de francs en juillet, après le montant élevé observé en juin (+ 7,8 milliards), lié au démarrage précoce de la saison estivale. Cette contraction ne remet pas en cause les excellents résultats touristiques prévus pour la France en 1999, qui devrait constituer un millésime record, comme en attestent les chiffres enregistrés depuis le début de l'année : avec une hausse des dépenses limitée à 2,1 %, alors que celle des recettes atteint 8,6 %, le solde cumulé sur sept mois ressort à + 47,7 milliards de francs, contre + 40,2 milliards en 1998.

Voyages
Cumuls sur douze mois (cvs)

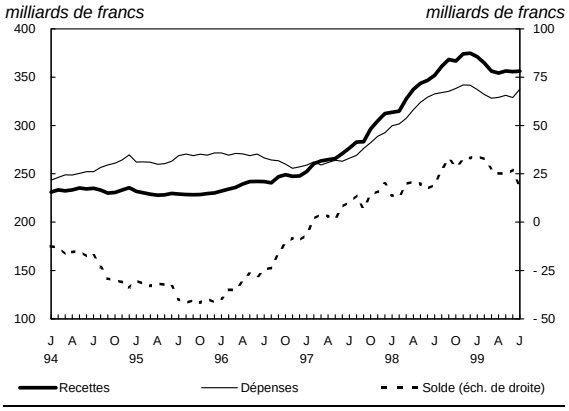


Les soldes des postes transports, services d'assurances, redevances et droits de licence, et autres services aux entreprises ont reculé en juillet.

Malgré la dégradation du solde observée au cours de ce mois sur toutes les composantes des transports, l'excédent cumulé sur les sept premiers mois de l'année de l'ensemble de la ligne enregistre une amélioration (1,5 milliard de francs, contre 0,9 milliard fin juillet 1998), grâce à une baisse des dépenses (– 4,7 %) plus forte que celle des recettes (– 3,8 %). Une évolution semblable, d'un mois à l'autre et en données cumulées, se manifeste sur la rubrique des assurances (caractérisée en juillet par une progression des primes reçues par les réassureurs non résidents), et sur la ligne des redevances et droits de licence, les redevances sur brevets ayant sensiblement augmenté, notamment dans le secteur pharmaceutique. En revanche, la contraction du solde créditeur du négoce international par rapport à juin, liée à d'importantes dépenses des échanges intra-groupe dans le secteur automobile, porte l'excédent cumulé sur sept mois à 6,9 milliards de francs, contre 10,9 milliards pour la période correspondante de 1998.

Les revenus (données cvs)

Revenus
Cumuls sur douze mois (cvs)



Le solde des revenus se retourne en juillet, pour devenir fortement déficitaire (– 6,3 milliards de francs, après + 0,7 milliard). Cette évolution est intégralement imputable aux revenus des investissements (– 7,4 milliards de francs, après – 0,3 milliard). En cumul sur sept mois, le solde de la ligne est en retrait sur la période correspondante de 1998 (– 3,7 milliards de francs, contre + 11 milliards), celui des revenus des investissements passant de + 4,4 milliards à – 9,5 milliards.

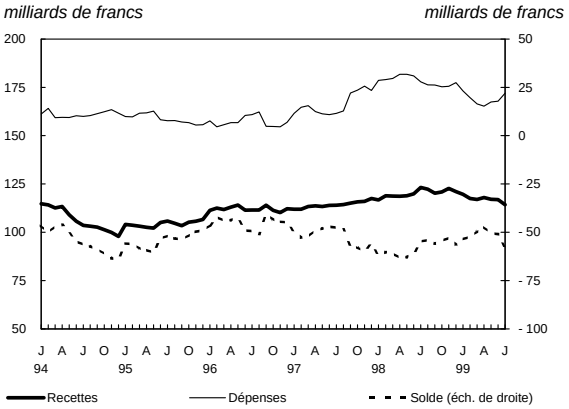
– Le solde des *revenus des investissements directs* devient déficitaire en juillet (– 0,5 milliard de francs, contre + 6,5 milliards) en raison d'un montant élevé de distribution de dividendes aux non-résidents. Néanmoins, sur sept mois, les revenus nets ressortent encore en hausse par rapport à 1998, à 21,3 milliards de francs, au lieu de 15,5 milliards.

– L'augmentation des dépenses (39 %) creuse le déficit des *revenus des investissements de portefeuille*, à 6,6 milliards de francs, contre 4,1 milliards en juin. Cette évolution est due notamment à des décaissements substantiels de coupons sur les titres des administrations publiques détenus par les non-résidents, corollaire des acquisitions importantes d'obligations d'État, BTAN en particulier, effectuées au premier semestre 1999. Cependant, à fin juillet, les versements nets opérés au titre des investissements de portefeuille demeurent sensiblement moins élevés que douze mois plus tôt.

– Le déficit des *revenus des autres investissements* se creuse légèrement en juillet, accentuant l'écart entre les revenus nets cumulés à la fin des sept premiers mois de 1999 et ceux de la période correspondante de 1998 (respectivement – 4 milliards de francs et + 17,5 milliards), les intérêts des placements à l'étranger ayant diminué beaucoup plus fortement que les versements aux créanciers non résidents.

Les transferts courants (données brutes)

Transferts courants
Cumuls sur douze mois



Le déficit des *transferts courants* a substantiellement augmenté par rapport à juin (9,9 milliards de francs, au lieu de 6,3 milliards). Ce mouvement a principalement pour origine l'évolution des transferts avec les institutions européennes caractérisée, ce mois-ci, par une augmentation des contributions TVA et PNB. En cumul depuis le début de l'année, le déficit des transferts courants ressort à 23,2 milliards de francs, contre 21,9 milliards en 1998.

1.5.2. Le compte de capital

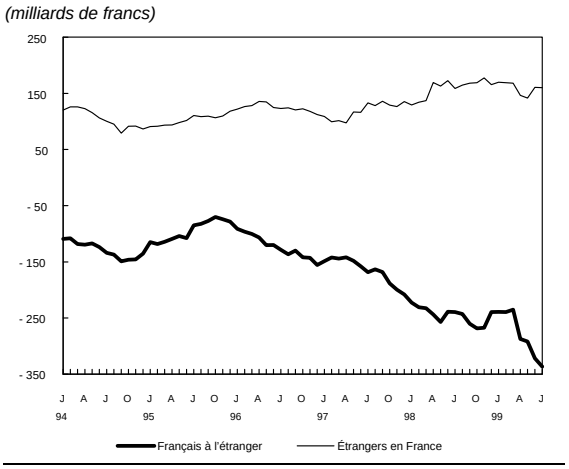
Le solde excédentaire des transferts en capital reste stable d'un mois à l'autre, à + 0,7 milliard de francs, les versements de l'Union européenne au titre du Feoga-orientation et du Feder évoluant en sens inverse. L'excédent cumulé à fin juillet est légèrement supérieur à celui de l'année précédente (4,2 milliards de francs, après 3,5 milliards).

1.5.3. Le compte financier

En juillet, les flux financiers (hors avoirs de réserve) dégagent des sorties nettes, de 34 milliards de francs (5,2 milliards d'euros), qui s'inscrivent strictement dans la tendance observée depuis le début de l'année. Ces opérations portent le total des sorties nettes des sept premiers mois à 214,4 milliards de francs (32,7 milliards d'euros).

Investissements directs

Investissements directs
(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois



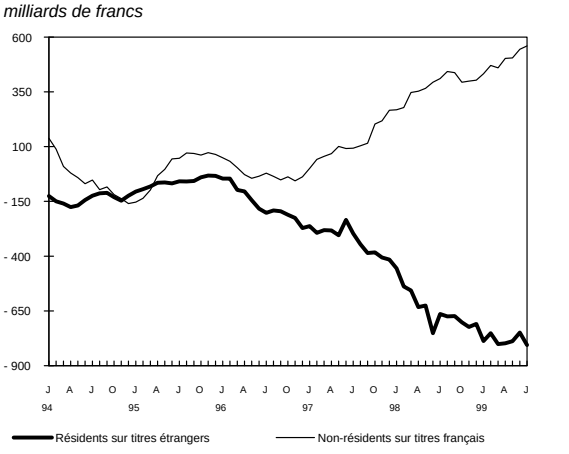
Le solde des investissements directs est négatif, à 19,4 milliards de francs, contre 3,7 milliards en juin. Pour les sept premiers mois de l'année, le déficit est particulièrement élevé (124,7 milliards de francs, soit 19 milliards d'euros).

Les *flux nets d'investissements directs français* à l'étranger s'établissent en léger retrait par rapport aux mois précédents, à 32,6 milliards de francs. Toutefois, on observe une vive poussée des opérations en capital social (20,8 milliards, contre 12,9 milliards en juin), alors que les soldes des mouvements de prêts et dépôts entre affiliés (8,1 milliards) ont été beaucoup plus faibles que le mois précédent (19,8 milliards).

Les *flux nets d'investissements directs étrangers* en France marquent fortement le pas (13,2 milliards de francs, contre 32,6 milliards), en raison des restructurations en cours dans le secteur des télécommunications qui ont donné lieu, notamment, à des désinvestissements étrangers. De ce fait, les opérations en capital social se traduisent par des dégagements nets (– 5,3 milliards de francs, après + 7,5 milliards en juin), les autres opérations entre affiliés étant en léger retrait (+ 16 milliards, contre + 22,6 milliards en juin).

Investissements de portefeuille

Investissements de portefeuille
(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois



Le solde des investissements de portefeuille est excédentaire pour le deuxième mois consécutif, quoique dans une moindre mesure : + 6,2 milliards de francs, après + 21,1 milliards en juin. Pour l'ensemble des sept premiers mois de l'année, il demeure fortement déficitaire (à hauteur de 152,4 milliards de francs, soit 23,2 milliards d'euros), tout en marquant une nette contraction par rapport au chiffre observé en 1998 à la même époque (211,1 milliards) : la persistance d'un fort courant d'achats de titres étrangers par les résidents (559,6 milliards, soit 85,3 milliards d'euros) est, en effet, davantage qu'en 1998, compensée par les acquisitions de titres français par les non-résidents, qui atteignent 407,2 milliards, soit 62,1 milliards d'euros (+ 62 % par rapport à 1998).

Les achats de titres étrangers par les résidents se montent à 46 ,8 milliards de francs en juillet. Malgré des dégagements sur actions étrangères (pour 9,6 milliards de francs), liés à l'orientation baissière des marchés boursiers, les flux ont été alimentés par d'importants achats d'obligations étrangères (52,2 milliards de francs, contre 30,8 milliards en juin), libellées presque en totalité en devises de la zone euro, les émissions internationales en euros ayant été particulièrement nombreuses et volumineuses au cours du mois.

Les non-résidents ont légèrement réduit leurs achats de titres français. Les achats d'actions françaises (10,3 milliards de francs) ont pâti de la consolidation enregistrée à la Bourse de Paris, malgré la résistance du CAC 40 (– 0,92 %, alors que les principales autres places boursières perdaient entre 1,4 % et 4,0 %). Les achats de valeurs du Trésor sont demeurés soutenus (18,6 milliards de francs), avec la poursuite d'arbitrages favorables aux BTAN au détriment des OAT (eu égard à la tension enregistrée sur la partie supérieure à deux ans de la courbe des taux d'intérêt). Les autres émetteurs résidents, privés ou publics, ont draîné des flux d'achats nets à hauteur de 13,4 milliards de francs.

Les titres du marché monétaire français ont fait l'objet d'une demande soutenue pour le deuxième mois consécutif (10 milliards de francs, après 7,8 milliards en juin), dans le contexte, toujours actuel, d'une repentification de la courbe des taux d'intérêt.

Autres investissements

En juillet 1999, les « autres investissements » sont à l'origine de sorties nettes de 20,8 milliards de francs. Ce mouvement est imputable à une contraction conjointe des avoirs et des engagements, à hauteur de, respectivement, 128,4 milliards de francs et 149,2 milliards. Comme les mois précédents, l'évolution enregistrée sur le secteur bancaire est partiellement compensée par celle du solde des prêts et placements des autorités monétaires, en liaison avec les opérations transitant par *Target*.

Pour ce qui concerne le secteur bancaire, les opérations des banques résidentes avec l'extérieur se soldent par des sorties nettes de 102,5 milliards de francs, principalement imputables à la contraction des engagements (101,4 milliards).

Les opérations libellées en euros expliquent en grande partie ce mouvement, avec des flux nets négatifs de 84,8 milliards de francs. De même, les opérations en devises se soldent par des sorties nettes de 17,7 milliards de francs.

S'agissant des autorités monétaires, on enregistre des entrées nettes, à hauteur de 79,2 milliards de francs, sous l'effet d'une diminution des créances de 137,1 milliards et d'un fléchissement des engagements de 58 milliards.

Les flux financiers des autres secteurs ont été peu importants.

Avoirs de réserve

En juillet 1999, les avoirs de réserve bruts, à l'exclusion des avoirs en devises détenus sur des résidents de la zone euro, diminuent de 3,8 milliards de francs.

2. Les comportements monétaires et financiers

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire M3 s'est établi à 5,7 % en août 1999, après + 5,8 % en juillet (chiffre révisé). Ce léger tassement traduit le ralentissement de la croissance des composantes de M2. Notamment, la progression des dépôts à vue est passée de 16,4 % en juillet à 15,0 % en août et celle des dépôts remboursables avec un préavis de moins de trois mois de 6,7 % à 6,4 %. À l'inverse, la progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire s'est accentuée, à 11,6 %, après 9,3 % en juillet. *En France*, les mêmes tendances sont à l'œuvre : les dépôts à vue ont conservé une croissance soutenue sur douze mois, à 10,7 %, après 10,8 % en juillet ; les livrets ont enregistré le contrecoup de la baisse des taux réglementés avec une progression annuelle ramenée à 3,6 %, après 4,3 % le mois précédent ; celle des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire s'est renforcée, de 11,5 % en juillet à 17,3 % en août.

Dans la zone euro, la croissance annuelle des crédits est restée dynamique. Elle s'est établie à 8,4 % en août, après 8,6 % en juillet. La progression des crédits au secteur privé est demeurée très soutenue (9,9 % en août, après 10,0 % en juillet), mais les concours au secteur public ont diminué (– 0,2 %, après + 0,5 %). *En France*, la progression des crédits sur un an a également fléchi, de 4,7 % en juillet à 4,2 % en août. Le repli des crédits aux administrations publiques s'est accentué (– 4,1 %, après – 3,4 % en juillet), et les crédits au secteur privé ont quelque peu ralenti, à 5,3 %, après 5,7 %. L'endettement global des agents a, toutefois, été plus dynamique : la dette des sociétés a progressé de 10,6 % en août, après 9,7 % le mois précédent, reflétant la progression soutenue des émissions de titres ; l'endettement des ménages s'est accru à un rythme annuel de 6,1 %, après + 5,3 %, confirmant des anticipations favorables sur le dynamisme de la croissance et l'évolution des revenus. Au total, l'*endettement intérieur* total s'est accru de 6,5 % sur douze mois en août, après + 6,0 % en juillet.

Principaux indicateurs monétaires et financiers – zone euro et France

	Encours en milliards d'euros (a)	Taux de croissance annuel en % (b)		Part dans la zone euro en %
	Août 1999	Juillet 1999	Août 1999	Août 1999
ZONE EURO				
Billets et pièces en circulation	326	3,8	3,9	
+ Dépôts à vue	1 511	16,4	15,0	
= M1	**1 837**	**13,9**	**12,8**	
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	857	- 2,5	- 3,0	
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 270	6,7	6,4	
= M2	**3 964**	**7,7**	**7,0**	
+ Pensions	163	- 22,0	- 20,0	
+ Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	396	9,3	11,6	
+ Titres de créance émis ≤ 2 ans	62	- 16,7	- 10,0	
= M3	**4 585**	**5,8**	**5,7**	
Crédits	**6 150**	**8,6**	**8,4**	
dont : Secteur privé	5 325	10,0	9,9	
FRANCE				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	287	10,8	10,7	19,0
Comptes sur livrets	279	4,3	3,6	22,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	42	- 9,6	4,5	4,9
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	245	11,5	17,3	61,9
Crédits	**1 037**	**4,7**	**4,2**	**16,9**
dont : Secteur privé	925	5,7	5,3	17,4
Endettement intérieur total	**1 914**	**6,0**	**6,5**	
dont : État	647	3,3	3,5	
Sociétés	679	9,7	10,6	
Ménages	441	5,3	6,1	

(a) Dans ce tableau, les agrégats relatifs à un territoire donné mesurent les dettes ou les créances des institutions financières monétaires résidentes vis-à-vis des autres résidents (hors administration centrale). Toutefois, l'endettement intérieur total recouvre tous les financements obtenus par les résidents non financiers, quelle que soit leur forme ou leur origine.

(b) Les évolutions des agrégats européens et français sont, en principe, corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation). Néanmoins, s'agissant des statistiques françaises détaillées, les taux de croissance des placements et de l'endettement répartis par agents, objets ou réseaux distributeurs ne font pour l'instant l'objet d'aucun ajustement. Les adaptations nécessaires seront apportées prochainement.

Sources : Banque de France, BCE

2.1. Placements intermédiés

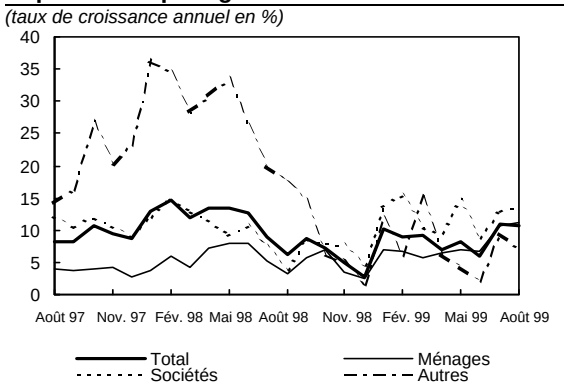
Progression toujours vive des dépôts à vue

Après une forte accélération en juillet, le rythme de croissance annuel des dépôts à vue des résidents, toutes devises confondues, s'est stabilisé en août (10,7 %, après 10,8 % en juillet 1999) :

- la croissance annuelle des dépôts à vue des ménages s'est renforcée (11,3 %, après 10,6 % en juillet), tout comme celle des sociétés (13,6 %, après 12,8 %) ;

Dépôts à vue par agents

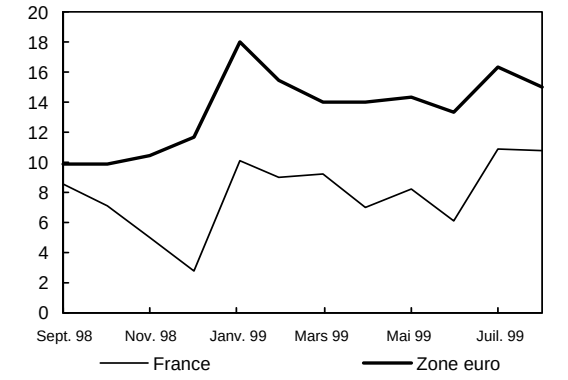
(taux de croissance annuel en %)



- à l'inverse, les dépôts à vue des autres agents (organismes publics, administrations privées, OPCVM non monétaires, etc.) ont ralenti leur progression, de 9,5 % à 6,9 %.

Dépôts à vue

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

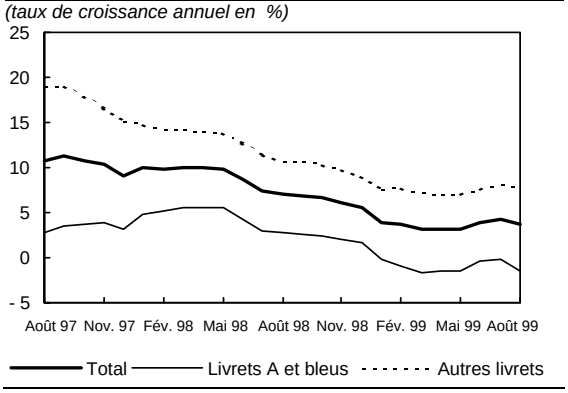
Bien que très inférieure au rythme de croissance des dépôts à vue dans la zone euro (15,0 % en août, après 16,4 % en juillet), la progression annuelle des dépôts à vue, en France, est restée élevée (10,7 % en août, après 10,8 %) ; cette situation reflète non seulement la faiblesse du coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transactions mais aussi l'impact de la baisse de la rémunération des comptes sur livrets, en août, qui a entraîné un certain attentisme de la part des ménages.

Sensible modération de la croissance des comptes sur livrets

À la suite de la baisse des taux des placements administrés intervenue au 1er août 1999, la progression annuelle des comptes sur livrets s'est ralentie, revenant de 4,3 % en juillet à 3,6 % en août. Ce mouvement a été particulièrement marqué pour les livrets A et bleus, en recul de 1,5 %, après – 0,1 % le mois précédent. Le fléchissement est moindre pour les autres livrets, qui ont conservé un rythme de croissance soutenu (7,9 %, après 8,1 % en juillet). En revanche, la progression annuelle des livrets d'épargne populaire s'est accentuée, de 11,9 % à 13,7 % en août, car ils ont conservé une rémunération encore attractive (4 % net d'impôt et de prélèvements sociaux), et ont bénéficié du relèvement de leur plafond, de 40 000 à 50 000 francs, et de la réallocation de ressources en provenance des livrets A et bleus.

Comptes sur livrets

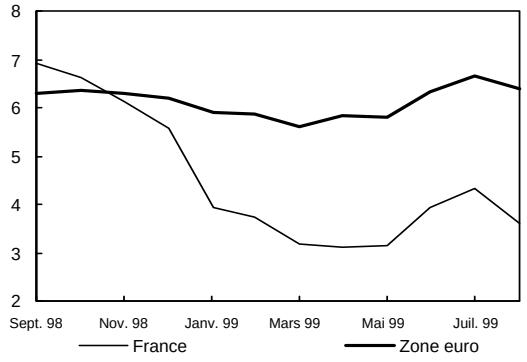
(taux de croissance annuel en %)



Bien que la rémunération des dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à trois mois soit restée, en France, supérieure de près de 0,45 point à la moyenne européenne, la croissance annuelle de ce type de produit (quasi exclusivement réservé aux nationaux) y est demeurée moins élevée (3,6 %) que dans l'ensemble de la zone euro (6,4 %), et son ralentissement en août y a été plus prononcé.

Dépôts remboursables avec préavis inférieur ou égal à 3 mois

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Redressement des placements monétaires à terme ou négociables

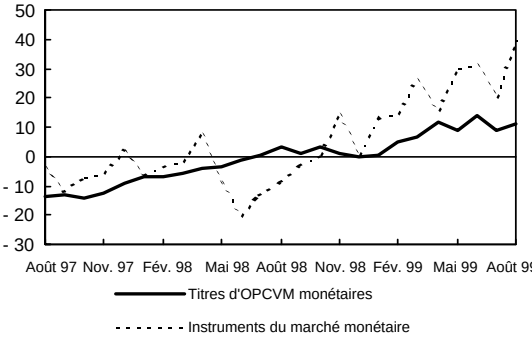
Cette reprise a touché la majorité des produits :

- les dépôts à terme d'une durée inférieure à 2 ans, qui n'avaient cessé de diminuer depuis juillet 1998, ont renoué avec une croissance annuelle positive (+ 4,5 % en août 1999, après – 9,6 % le mois précédent) ;

- le taux de croissance annuel des placements en certificats de dépôt des banques (instruments du marché monétaire) s'est encore renforcé, passant de 20,0 % en juillet à 39,2 % en août ;

Principaux placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)



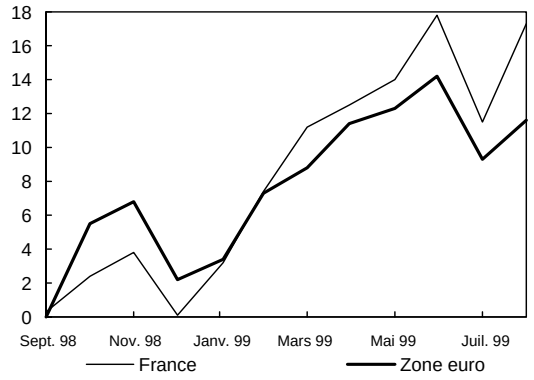
- la progression des titres d'OPCVM monétaires s'est poursuivie à un rythme annuel soutenu : 11,2 %, après 9,0 % en juillet 1999 ;

- seules les pensions ont vu le mouvement de repli, amorcé en juillet 1999, se confirmer au mois d'août, avec un recul de 15,8 %, après – 13,4 %.

Le redressement est également sensible dans l'ensemble de la zone euro, puisque les placements en titres d'OPCVM monétaires et en instruments du marché monétaire ont affiché un taux de croissance de 11,6 % au mois d'août, après 9,3 % en juillet. Quoique vif, celui-ci est resté inférieur à la progression observée en France pour ces produits, qui a atteint 17,3 % sur douze mois en août dernier.

Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net)

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France et BCE

Faible accélérationdes dépôts non monétaires

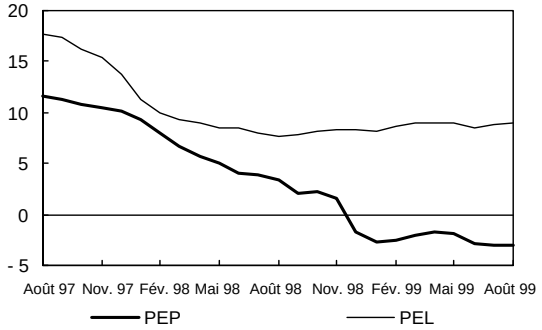
Le taux de croissance annuel des dépôts non monétaires s'est inscrit en légère hausse au mois d'août, à 5,3 %, après 5,1 % le mois précédent :

- la baisse de rémunération des PEL, intervenue le 26 juillet 1999, n'a pas affecté leur taux de progression annuel, qui s'est maintenu à un niveau élevé (9,0 %, après 8,7 % le mois précédent), les PEL anciennement ouverts étant toujours très attractifs au regard des autres placements, notamment ceux à long terme ou à taux administré ;

- en revanche, les PEP ont poursuivi leur mouvement de repli, au même rythme que le mois précédent (– 3,0 %).

Principaux dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



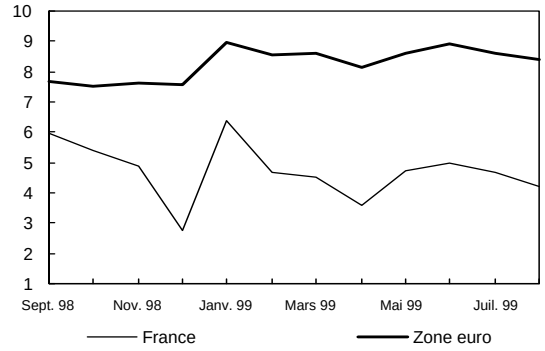
2.2. Endettement

Croissance relative de l'ensemble des crédits

Le taux de croissance annuel des crédits obtenus en France par les résidents auprès des IFM s'est de nouveau ralenti, passant de 4,7 % en juillet à 4,2 % en août.

Crédits

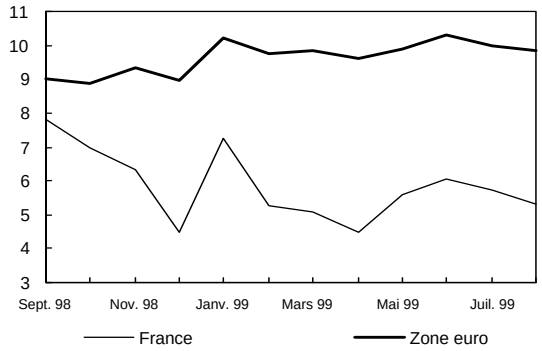
(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Reprise des crédits bancaires [2]

La décélération globalement observée recouvre une situation contrastée selon les réseaux distributeurs. En particulier, la distribution de crédit a été plus prononcée chez les banques :

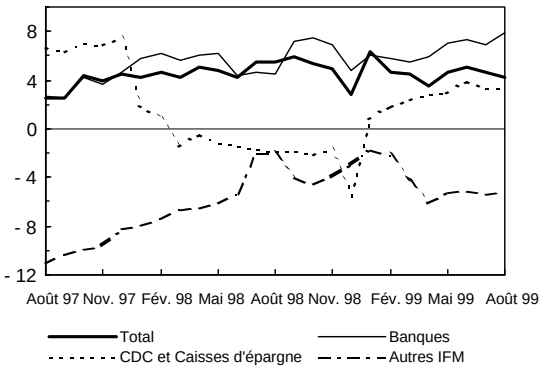
- la progression annuelle des crédits distribués par les banques est passée de 6,9 % en juillet à 7,8 % en août ;

- celle des crédits obtenus auprès de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne a été stable : 3,3 % en juillet et 3,4 % en août ;

- l'activité de crédit des autres institutions financières monétaires a diminué au même rythme annuel que le mois précédent (– 5,3 %).

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



Renforcement de la demande de créditsdes sociétés et des ménages

Contrastant avec le fléchissement d'ensemble de la distribution de crédit, l'accélération de la progression des crédits bancaires *stricto sensu*, qui sont les plus significatifs pour le financement du secteur privé, a reflété une accentuation de la demande des sociétés et des ménages dans un contexte de taux d'intérêt bas et de vive reprise de l'activité :

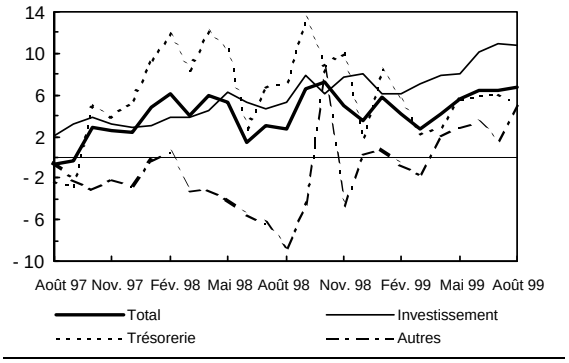
- la croissance annuelle des crédits aux sociétés non financières s'est renforcée, passant de 6,4 % en juillet à 6,8 % en août. Le ralentissement de la progression des crédits de trésorerie (5,2 %, après 6,0 % en juillet) a été compensé par le rythme toujours

[2] Les taux de croissance commentés et illustrés dans cette section sont des glissements annuels calculés à partir des encours bruts de fin de mois.

vif des crédits à l'investissement (stable, à + 10,8 % en août) et l'accélération des autres formes de crédits ;

Crédits des banques aux sociétés non financières

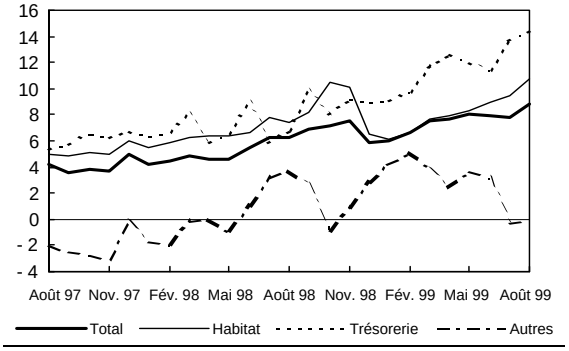
(taux de croissance annuel en %)



– le taux de croissance annuel des crédits distribués aux ménages a sensiblement augmenté, de 7,8 % en juillet à 8,8 %. Cette nette accélération a concerné à la fois la distribution de crédits de trésorerie (de 13,6 % en juillet à 14,4 % en août) et celle de crédits à l'habitat (de 9,5 % en juillet à 10,7 % en août).

Crédits des banques aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Accélération modérée de l'endettement des agents non financiers via *les marchés internes*

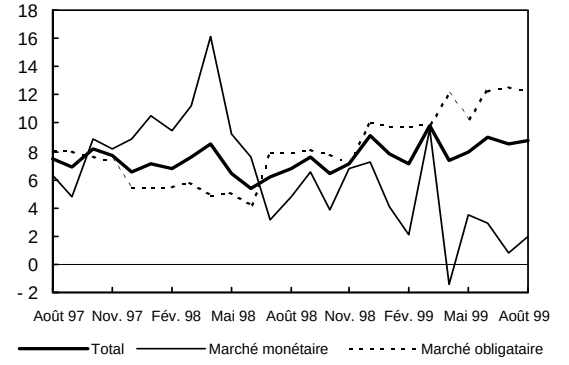
Le taux de croissance annuel de l'endettement des agents non financiers *via* les marchés internes a légèrement progressé (de 8,5 % en juillet à 8,7 % en août), en raison du redressement sensible des émissions de titres sur le marché monétaire :

– la progression annuelle de leur endettement monétaire a atteint 2,0 % en août, après 0,8 % seulement le mois précédent, essentiellement sous l'effet de la nette accélération de la croissance des billets de trésorerie sur un an (49,9 %, après 36,4 % en juillet 1999) ; le recul de l'encours des bons du Trésor s'est poursuivi au même rythme annuel qu'en juillet (– 4,7 %) ;

– le taux de croissance annuel de leur endettement obligataire, bien qu'en léger repli (12,3 % en août, après 12,7 % en juillet), est resté élevé, du fait de l'augmentation des émissions obligataires des sociétés non financières.

Endettement des agents non financiers *via* les marchés internes

(taux de croissance annuel en %)



Ralentissement de l'endettement à l'étranger

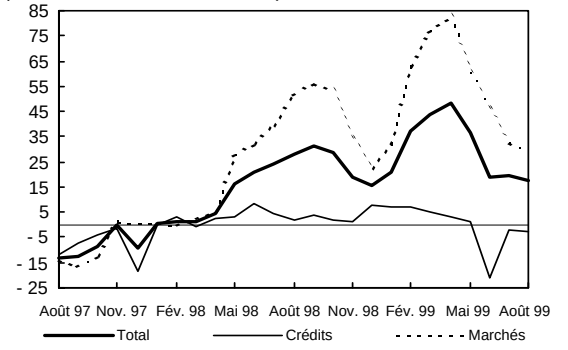
La progression annuelle de l'endettement des agents non financiers à l'étranger s'est ralentie, de 19,4 % en juillet à 17,3 % en août :

– la baisse des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est accentuée, de – 2,3 % en juillet à – 3,0 % en août ;

le taux de croissance annuel de l'encours des obligations émises à l'étranger a légèrement fléchi, s'établissant à 29,4 %, après 32,6 % en juillet.

Endettement des agents non financiers à l'étranger

(taux de croissance annuel en %)



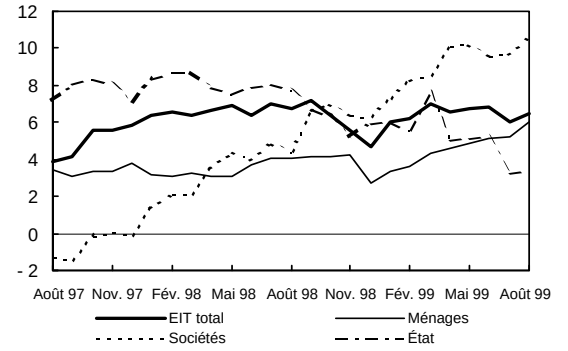
Croissance plus soutenue de l'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est accru, de 6,0 % en juillet à 6,5 % en août.

Si la progression annuelle de la dette de l'État a été quasiment stable (3,5 %, après 3,3 % en juillet), celle de la dette des ménages s'est plus nettement accélérée (6,1 %, après 5,3 % en juillet), de même que celle des sociétés non financières (10,6 %, après 9,7 % en juillet).

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



2.3. Taux d'intérêt bancaires

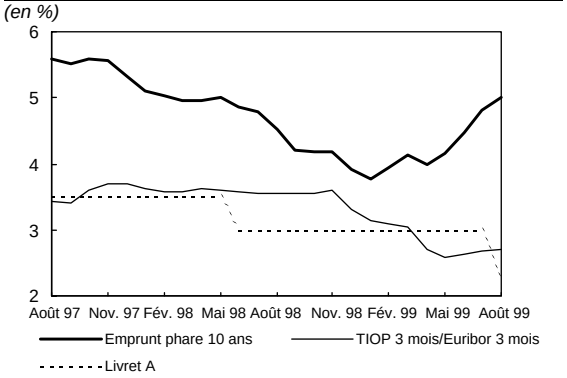
Accroissement de la pente des taux

Au mois d'août 1999, la pente des taux, définie par l'écart entre taux courts et taux longs, s'est encore accrue : le rendement de l'emprunt phare à 10 ans a poursuivi sa progression à un rythme plus rapide que l'Euribor 3 mois ; le mouvement de hausse de celui-ci s'est d'ailleurs quelque peu ralenti par rapport à juillet dernier.

La légère remontée de l'Euribor 3 mois, conjuguée à la baisse du taux du livret A, a permis à ce dernier de se rapprocher de son plafond théorique défini par le Conseil consultatif des taux réglementés (moyenne des taux à court terme : – 0,5 %).

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



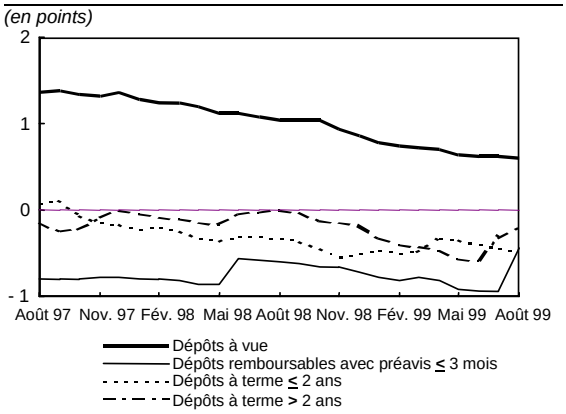
Resserrement des conditions créditrices entre la France et la zone euro

La baisse des taux de rémunération des dépôts à vue dans la zone euro s'est estompée depuis le mois de juin, pour faire place à une quasi-stagnation ; ce mouvement a reflété partiellement la plus grande fermeté des taux courts.

L'écart de rémunération zone euro-France des dépôts remboursables avec préavis inférieur à trois mois s'est fortement réduit au mois d'août : alors que les taux de la zone euro ont diminué progressivement de 0,57 point sur douze mois, les taux français ont enregistré une baisse similaire, mais concentrée sur la seule échéance du mois d'août, liée à la réduction des taux administrés. On retrouve ainsi pour cet écart un niveau proche de celui observé en juin 1998.

L'écart de taux sur les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans a légèrement augmenté, tandis qu'il s'est réduit pour les échéances supérieures à deux ans.

Rémunération des dépôts
Écarts zone euro-France



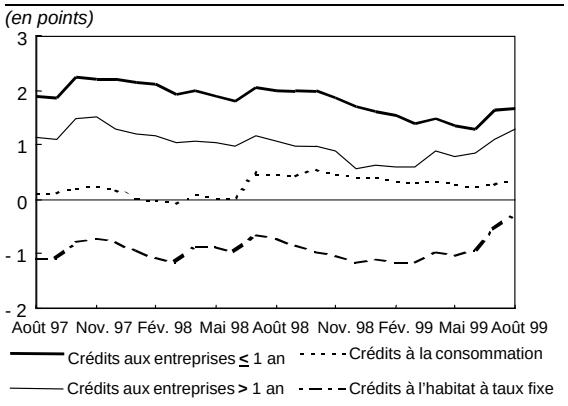
Sources : Banque de France, BCE

Coût du crédit plus favorable en France que dans la zone euro, sauf pour l'habitat

Alors que, dans l'ensemble de la zone euro, les taux des crédits accordés aux ménages et aux entreprises se sont inscrits en hausse (légère pour les taux à moins d'un an, plus marquée sur les échéances plus longues), les taux français n'ont pas encore répercuté la remontée des taux longs de marché (cf. encadré ci-après).

L'écart entre la zone euro et la France s'est donc creusé pour les crédits aux entreprises et les crédits à la consommation. Il s'est réduit pour les prêts à l'habitat à taux fixe, qui restent toujours plus élevés en France.

Coût du crédit
Écarts zone euro-France



Sources : Banque de France, BCE

Coût des crédits à l'habitat à taux fixe

Le coût des crédits à l'habitat à taux fixe, mesuré par la Banque de France sur une base trimestrielle, est un indicateur des conditions débitrices pratiquées par les établissements de crédit pour ce type de contrat. En tant qu'indicateur de prix, sa significativité est, en partie, conditionnée par les volumes échangés entre les offreurs (établissements de crédit) et les demandeurs (ménages).

Il n'y a pas de source statistique permettant de mesurer directement les flux sur ce type précis de contrat (le crédit habitat à taux fixe) et entre établissements de crédit et ménages (la mise en force d'un crédit nouveau pouvant prendre la forme d'une renégociation d'un crédit ancien qui transite par deux établissements de crédit distincts). Toutefois, la progression annuelle de l'encours global des crédits à l'habitat aux ménages indique sur la décennie écoulée trois phases caractéristiques :

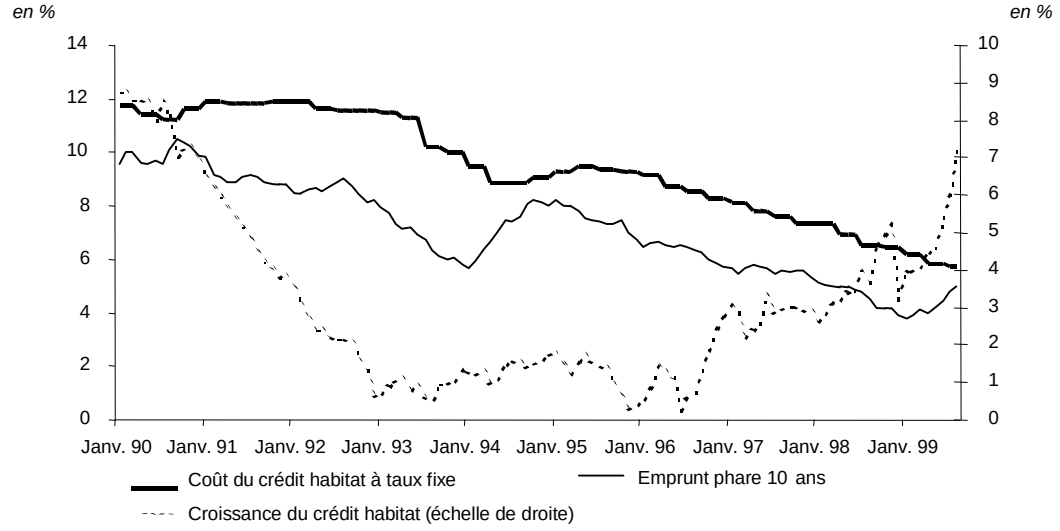
- *des volumes importants de contrats en début de période ;*
- *une réduction significative de ceux-ci jusque vers 1996 ;*
- *une reprise dans la période récente, les flux étant notamment influencés par l'annonce de la modification des dispositifs d'incitation fiscale (loi Périssol).*

Il est d'usage d'interpréter l'écart entre le coût du crédit à l'habitat et le coût, pour les établissements, de ressources levées sur le marché à long terme comme indicatif d'une « marge » sur les crédits nouveaux. Ainsi, bien que les taux à long terme se soient redressés depuis le début de l'année 1999, le coût du crédit à l'habitat est resté jusqu'en juillet sur une tendance baissière, reflétant un pincement de cette « marge » (cf. graphique).

Bien que la politique de tarification des crédits résulte de facteurs divers (l'intensité de la concurrence sur le marché, les anticipations des ménages, la politique des établissements en matière de commercialisation ou de gestion de leur risque de taux, etc.), une analyse rétrospective simple permet d'estimer le retard d'ajustement entre coût du crédit et taux longs, et d'inférer ainsi un point de retournement sur le coût du crédit dans l'hypothèse simplifiée où le taux de refinancement marginal et la progression de l'encours suffisent à illustrer le comportement de marge des établissements.

Ainsi, d'après la fonction de corrélation croisée des séries de taux sur la période 1990-1999, le retard d'ajustement du coût du crédit sur le taux long de marché apparaît d'environ deux trimestres. Un redressement progressif du coût des crédits à l'habitat à taux fixe à compter du troisième trimestre 1999 (observable sur le chiffre d'octobre disponible en janvier 2000), consécutif à la hausse des taux de marché à long terme observée depuis le début de l'année, apparaîtrait donc cohérent avec les évolutions antérieures. Néanmoins, bien que les séries soient trop courtes pour une estimation satisfaisante, la reprise des volumes à partir du milieu de la décennie semble s'accompagner d'un accroissement de ce délai et d'un rétrécissement de la marge.

Coût des crédits à l'habitat à taux fixe et taux longs de marché



3. Les marchés de capitaux

3.1. Vue d'ensemble

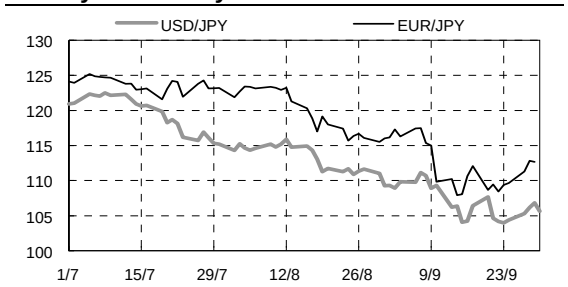
3.1.1. Les marchés financiers internationaux en septembre 1999

Les principaux développements sur les marchés internationaux de capitaux au cours du mois de septembre ont été : la poursuite de la hausse du yen, le rebond de l'euro en fin de période, une forte appréciation de la livre sterling suite au resserrement monétaire inattendu au Royaume-Uni, le défaut de l'Équateur sur une partie des obligations *Brady*, et la très vive remontée du prix de l'or.

La poursuite de la hausse du yen

En dépit des interventions de la Banque du Japon sur les marchés de change, la devise nippone a poursuivi son mouvement d'appréciation face au dollar (+ 2,70 %) et à l'euro (+ 2,0 %) au cours du mois de septembre. Toutefois, en fin de période, le communiqué publié à l'issue de la réunion du G 7 du 25 septembre, mettant l'accent sur l'inquiétude des membres du groupe, relative aux conséquences d'un yen trop fort pour l'économie japonaise et sur une probable coopération active en cas de nécessité, a pesé sur le yen.

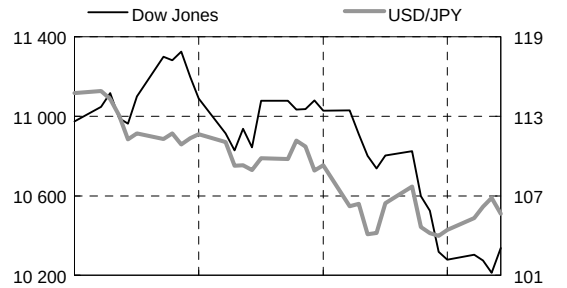
Dollar/yen et euro/yen



Au total, cette appréciation, en attirant les capitaux des investisseurs internationaux, du fait des gains en change anticipés, et en incitant les investisseurs japonais à réorienter leurs portefeuilles vers le marché domestique, eu égard aux pertes en change subies sur les positions précédemment prises sur les marchés étrangers, a favorisé le marché obligataire japonais. C'est ainsi que le taux à 10 ans s'est replié de près d'une trentaine de points de base au cours du mois de septembre.

Le repli du dollar contre yen a accompagné celui des marchés d'actifs financiers américains, en particulier du marché boursier. Le Dow Jones a ainsi cédé 4,55 % au cours du mois.

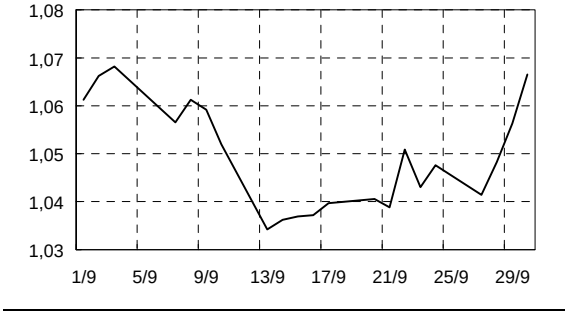
Indice Dow Jones et dollar/yen



Le rebond de l'euro en fin de période

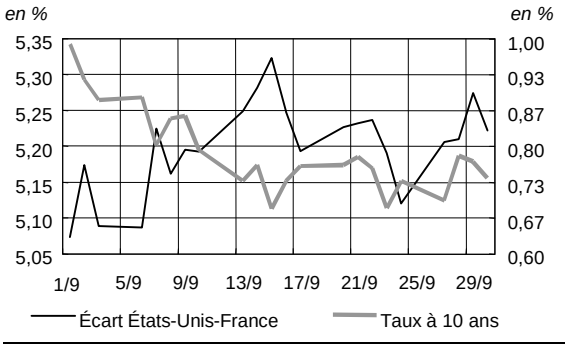
Le cours de l'euro a enregistré, à partir du 24 septembre, un très net rebond vis-à-vis à la fois du dollar (+ 3,15 %) et du yen (+ 3,50 %). La publication d'indicateurs macroéconomiques confirmant la reprise de l'activité dans la zone et la remontée du niveau de confiance des consommateurs et des entrepreneurs ont été à l'origine de ce mouvement.

Euro/dollar



Ces informations, ainsi que les propos de membres de la Banque centrale européenne insistant sur les risques inflationnistes, ont parallèlement alimenté des anticipations de resserrement monétaire au sein de la zone euro. L'écart de rendement entre les titres d'État américain et ceux de la zone euro s'est sensiblement réduit au cours du mois de septembre, le marché obligataire américain étant resté quasiment stable.

Rendement des titres d'État français (échéance 10 ans) et écart de rendement entre titres d'État américains et français



Une forte appréciation de la livre sterling à la suite du resserrement monétaire inattendu au Royaume-Uni

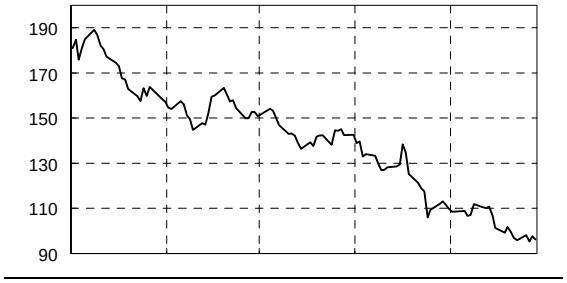
Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé, le 8 septembre, de remonter le taux de base de 25 points de base, à 5,25 %. Ce resserrement monétaire a mis un terme à un processus de sept baisses de taux directeurs intervenues entre octobre 1998 et juillet 1999.

Cette annonce a entraîné une forte appréciation de la livre sterling et une hausse des rendements longs britanniques, le rendement des titres obligataires à 10 ans s'accroissant de 50 points de base.

Le défaut de l'Équateur sur une partie des obligations Brady

À l'issue du moratoire de 30 jours annoncé à la fin du mois d'août, l'Équateur a indiqué qu'il faisait partiellement défaut sur sa dette concernant des obligations *Brady*, dont le montant total est de USD 6 milliards. Ce premier défaut de paiement sur ce type de dette, qui avait été largement anticipé par les opérateurs de marché, n'a pas eu, jusqu'à présent, d'impact sur les dettes *Brady* des autres pays d'Amérique latine.

Indice synthétique de la dette équatorienne



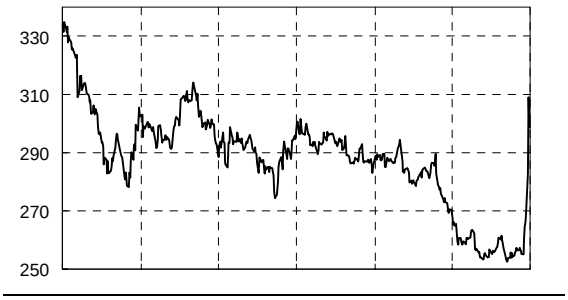
NB : Une baisse de l'indice correspond à une dépréciation de la dette.

La très vive remontée du prix de l'or

En fin de mois, le prix de l'once d'or a enregistré un vif mouvement de hausse. La tendance haussière est apparue après la seconde vente aux enchères à laquelle la Banque d'Angleterre a procédé, le 21 septembre. Des rachats massifs de positions courtes, notamment de la part de fonds d'investissement qui avaient spéculé à la baisse, ont amplifié cette tendance. Par la suite, la renonciation par le Fonds monétaire international de procéder à des ventes d'or et, surtout, l'annonce, le 26 septembre, de la décision de quinze banques centrales européennes de limiter leurs ventes et leur activité de prêts d'or au cours des cinq prochaines années ont fortement contribué à renforcer le mouvement de hausse.

Prix de l'once d'or

(en dollars)



3.1.2. L'activité financière de la place de Paris

Après le repli constaté au mois d'août, l'activité sur la place de Paris a repris à un rythme soutenu en septembre. Le marché boursier et les émissions d'obligations d'entreprises non financières sont les compartiments qui ont connu le regain d'activité le plus marqué.

Sur le marché interbancaire, l'activité est restée stable d'un mois à l'autre sur le compartiment du jour le jour. La pente de la courbe des taux à court terme a subi une nouvelle accentuation, reflet des anticipations de resserrement monétaire à l'horizon d'un an dans la zone euro.

Dans un contexte de progression des encours, le *marché de la pension livrée* a été marqué par une augmentation de la part des pensions à taux fixe, qui représentent désormais la moitié des transactions. L'écart de taux à 3 mois entre les emprunts en blanc et les pensions livrées s'est sensiblement accru, à la suite de l'intégration du passage à l'an 2000 dans le taux à 3 mois.

Sur le marché des bons du Trésor, les adjudications du mois de septembre, moins importantes qu'au mois d'août, ont bénéficié d'une demande toujours soutenue, conduisant à des ratios de couverture élevés et à des taux à l'émission relativement bas, malgré la tension sensible des taux enregistrée sur le marché secondaire.

Sur le marché des titres de créances négociables, l'encours global s'est établi à 233,3 milliards d'euros à la fin du mois de septembre, en progression par rapport au niveau atteint à la fin du mois d'août (230,5 milliards). Les hausses les plus significatives concernent les certificats de dépôt et les billets de trésorerie, l'encours des BMTN s'inscrivant en léger retrait. La gestion du passage à l'an 2000 s'est traduite par une croissance de l'encours des titres à moins d'un an, en particulier pour les certificats de dépôt et les billets de trésorerie d'une durée de trois mois à six mois.

Dans un contexte de poursuite de la hausse des taux à long terme, le *montant des émissions brutes obligataires* réglées au cours du mois de septembre sur le marché parisien par les résidents a fortement progressé, après la traditionnelle pause du mois d'août. Il atteint 5,4 milliards d'euros en septembre, contre 3 milliards le mois précédent, soit une augmentation de 80 %. Cette évolution est essentiellement due à l'augmentation du volume des capitaux levés par le secteur des sociétés non financières. Les remboursements effectués en septembre se sont élevés à 1,4 milliard d'euros, ramenant le montant global des émissions nettes à 4 milliards. Au cours des trois premiers trimestres de l'année 1999, les émissions brutes se sont montées à 78,7 milliards d'euros, contre près de 67,9 milliards sur la période correspondante de 1998, soit une hausse de près de 16 %. À la fin du mois de septembre, l'encours nominal de la dette émise en euros s'établissait à 76,6 % du total des encours nominaux des résidents sur la place de Paris.

Le marché primaire obligataire a également été animé, en septembre, par des innovations avec la création par le Trésor français d'une ligne d'OAT indexées sur l'inflation (OATi) à 30 ans et l'annonce du lancement imminent des premières obligations foncières sur la place de Paris.

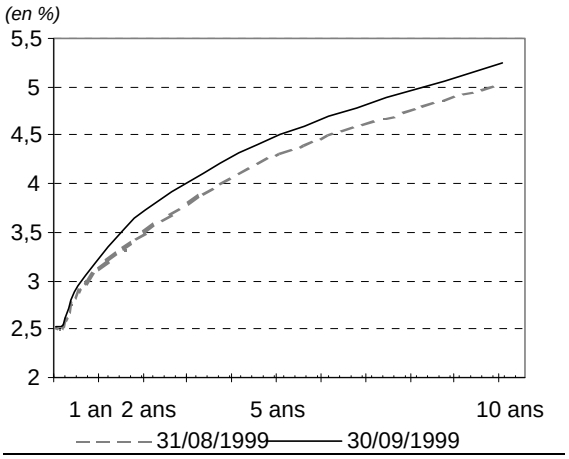
Sur le marché secondaire obligataire, les taux longs européens ont enregistré une tension marquée, reflet des perspectives d'accélération de la croissance au second semestre dans la zone euro. L'écart de taux entre les États-Unis et la France s'est notablement resserré, alors que les incertitudes sur l'orientation future des taux longs augmentent en Europe continentale et s'établissent désormais à un niveau supérieur à celui constaté outre-Atlantique.

La *Bourse de Paris* a montré au mois de septembre une résistance notable au mouvement de dégradation marquée qui a touché les autres bourses occidentales. Face à la stabilité des grosses capitalisations d'un mois à l'autre, les moyennes capitalisations ont connu des progressions sensibles. L'activité s'est hissée à un niveau record, soutenue par diverses opérations de rapprochement.

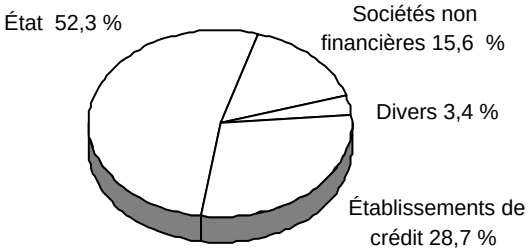
Au mois de septembre 1999, le rythme de progression annuel des *encours de titres d'OPCVM* s'est fortement accru (+ 26,6 %), confirmant nettement la reprise observée le mois précédent (+ 14,6 %). Ce mouvement a été essentiellement le reflet des fortes performances enregistrées par les OPCVM actions et les OPCVM diversifiés.

Activité financière sur la place de Paris
Vue d'ensemble

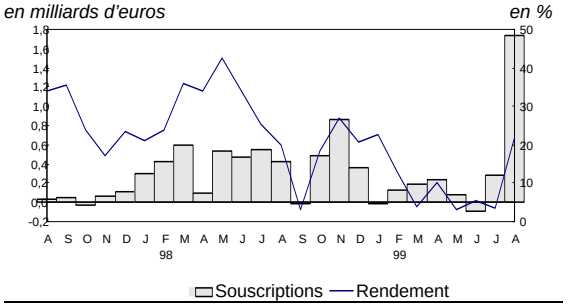
Titres d'État
Courbe des taux de rendement



Obligations – Encours nominaux (résidents)
Ventilation par secteurs émetteurs – Sept. 1999



Sicav monétaires
Souscriptions nettes et rendement



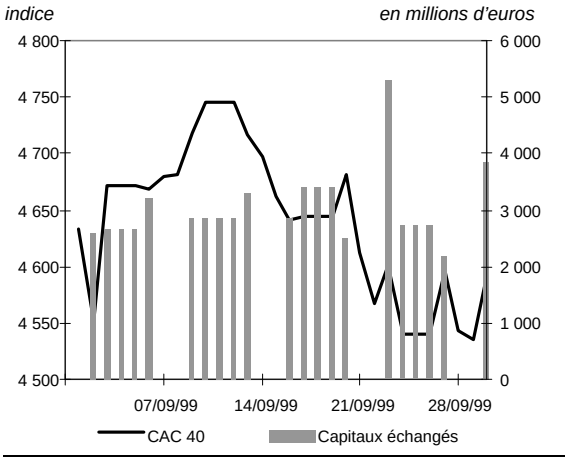
Source : Fininfo

Obligations et titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en sept. 1999		Encours à fin sept. 1999
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	**119,10**	**2,80**	**433,90**
BTF et BTAN	10,70		200,60
Certificats de dépôt négociables	68,90	2,30	120,90
BMTN	1,00	- 0,40	62,10
Billets de trésorerie	38,50	0,90	50,30
Obligations	**5,40**	**4,02**	**737,51**
– État	3,60	3,60	385,58
– Établissements de crédit et assimilés	0,45	- 0,26	211,87
dont : *Devises*			*0,92*
– Sociétés non financières	1,34	0,69	115,16
– Autres émetteurs résidents	0,01	–	24,90

Bourse de Paris (règlement mensuel)
Cours et volume traité



3.2. Le marché interbancaire

L'activité sur le segment au jour le jour dans la zone euro n'a guère évolué d'un mois à l'autre, la moyenne quotidienne des échanges déclarés à l'Eonia s'établissant à 36,9 milliards d'euros pour le mois de septembre. En fin de période de constitution de réserves obligatoires, le taux Eonia a suivi une évolution similaire à celle observée au cours des trois précédentes fins de période, en chutant en dessous de 2,50 % les trois derniers jours de la période dans un contexte d'abondance de liquidité et de diminution des réserves excédentaires constituées par les banques. Le taux moyen sur la période de réserves s'est, en conséquence, établi à 2,46 % pour la deuxième période consécutive.

En revanche, la fin de trimestre a donné lieu à une tension du taux Eonia le 30 septembre, les établissements gérant leurs actifs et leurs trésoreries dans le cadre de la préparation de l'arrêté comptable trimestriel.

Concernant les échéances à terme, les transactions ont essentiellement porté sur les échéances passant la fin de l'année. Dans l'ensemble, et dans le sillage de la dégradation des marchés de *futures*, la courbe interbancaire a enregistré une tension marquée sur l'ensemble des maturités : 1 mois : + 18 points de base, 6 mois : + 15 points de base, 12 mois : + 24 points de base. Cette pentification de la courbe est également sensible si on la mesure par l'écart entre le taux au jour le jour et le taux à un an, cet écart atteignant un niveau qui n'avait pas été observé depuis octobre 1997.

Écart de taux entre le jour le jour et le taux à 1 an

(en points de base)

NB : Jour le jour : TMP, puis Eonia (à partir du 01/01/1999)
Taux à 1 an : TIOP 1 an, puis Euribor 1 an (à partir du 01/01/1999)
Eonia : les fins de périodes de réserves ont été lissées.

Sur le marché de la pension livrée, les encours traités ont progressé par rapport aux deux mois précédents et se sont établis à 592 millions d'euros par jour en moyenne. La répartition entre les instruments sous-jacents n'a guère varié, l'essentiel des transactions (57 %) étant adossé à des OAT. La tendance déjà observée au cours du mois précédent — la remontée de la part des pensions à taux fixe dans le total des transactions — s'est poursuivie en septembre.

La répartition des opérations à taux fixe/opérations à taux variable s'établit désormais à 50/50 (contre 35/65 en mai). Cette évolution correspond à des ajustements de positions dans un contexte où les anticipations de politique monétaire ont intégré, notamment en fin de mois, un relèvement des taux directeurs de la Banque centrale européenne.

Au sein de la zone euro, la hiérarchie entre les taux sur opérations de pension reste caractérisée par la cherté relative des papiers français.

Activité sur le marché de la pension livrée

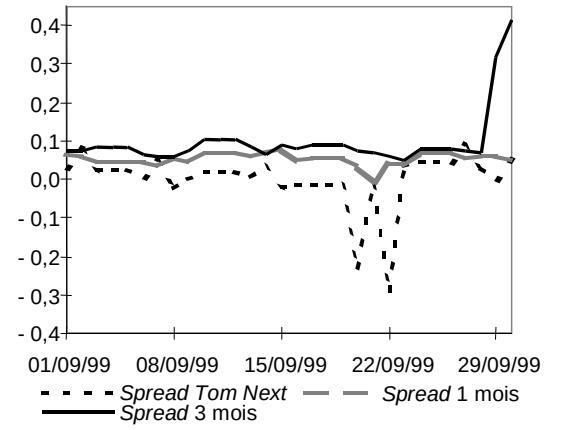
	Août 1999		Septembre 1999	
	Volume en milliards d'euros	Part en %	Volume en milliards d'euros	Part en %
OAT	305	56	336	57
Pensions à taux fixe	150	27	162	27
Pensions à taux variable	155	29	174	29
BTAN	173	32	205	35
Pensions à taux fixe	88	16	113	19
Pensions à taux variable	85	16	92	16
BTF	64	12	51	9
Pensions à taux fixe	25	5	19	3
Pensions à taux variable	39	7	32	5
Total	**542**	**100**	**592**	**100**
Pensions à taux fixe	**263**	**49**	**294**	**50**
Pensions à taux variable	**279**	**51**	**298**	**50**

Source : Sicovam SA

Par ailleurs, les intervenants ne notent pas d'accroissement des volumes sur les échéances qui intègrent le passage de fin d'année, même si l'activité sur le segment du « spécifique » — c'est-à-dire des opérations de pension portant sur des titres sous-jacents précis — reste soutenue. En outre, à la différence du marché des prêts/emprunts interbancaires en blanc, on n'observe qu'une tension relativement limitée sur le marché de la pension livrée « en vrac » : alors que l'écart de taux entre le taux interbancaire 3 mois et le taux des pensions à 3 mois a oscillé entre + 2 points de base et + 5 points de base depuis avril 1999, cet écart est passé à + 37 points de base le 29 septembre, date à laquelle ces taux ont intégré le passage de fin d'année (cf. encadré, page 34 du *Bulletin de la Banque de France* n° 69, septembre 1999).

Écart de taux entre l'interbancaire et la pension livrée

(en %)



3.3. Les titres d'État

3.3.1. Le marché primaire

Adjudications des bons du Trésor à taux fixe

Date d'adjudication	Catégorie (a)	Durée	Servi (b)	Ratio de couverture	Taux actuariel annuel moyen
6 sept. 1999	BTF	13 sem.	1 002	3,77	2,49
6 sept. 1999	BTF	29 sem.	806	3,16	2,86
13 sept. 1999	BTF	13 sem.	1 076	3,92	2,52
13 sept. 1999	BTF	28 sem.	518	4,01	2,88
16 sept. 1999	BTAN 3,0 %	5 ans	1 441	2,24	4,53
16 sept. 1999	BTAN 3,5 %	2 ans	1 757	2,62	3,59
20 sept. 1999	BTF	13 sem.	722	5,06	2,51
20 sept. 1999	BTF	52 sem.	903	2,72	3,10
27 sept. 1999	BTF	13 sem.	1 002	4,39	2,51
27 sept. 1999	BTF	26 sem.	502	4,00	2,83

(a) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
BTAN : Bons du Trésor à intérêts annuels
(b) En millions d'euros

Au cours du mois de septembre, les adjudications de BTF ont été sensiblement inférieures à celles du mois précédent (6,4 milliards d'euros, contre 12 milliards en août), alors que les tombées demeuraient importantes (8,4 milliards). Le manque de liquidité, en particulier sur les secteurs 3 mois et 6 mois s'est donc, de nouveau, fait ressentir, illustré par un accroissement notable des ratios de couverture ainsi que par une hausse très limitée des taux moyens pondérés à l'adjudication. Dans un contexte de hausse générale et sensible des taux, les taux des titres d'État à 3 mois sont demeurés inférieurs à l'Eonia.

Sur les BTF 3 mois, 3,7 milliards d'euros ont été émis, soit deux fois moins que le mois précédent. Les taux moyens pondérés des titres à 3 mois adjugés ce mois n'ont gagné que 1 point de base entre les 6 et 27 septembre, tandis que les ratios de couverture ont été particulièrement élevés, entre 3,77 et 5,06.

La situation est similaire pour les titres à 6 mois. 1,8 milliard de titres ont été adjugés ; le taux moyen pondéré s'est tendu de 3 points de base, tandis que les ratios de couverture étaient compris entre 3,16 et 4,13.

La seule adjudication de titres à 1 an de ce mois, d'un montant inférieur aux mois précédents (903 millions d'euros), a reçu relativement moins de demandes que celles des titres courts, le ratio de couverture s'établissant à 2,72. Cependant, la hausse du taux moyen pondéré, de 3 points de base par rapport à l'adjudication précédente, a été limitée, le titre apparaissant ainsi particulièrement cher, notamment contre *swap* (– 8 points de base).

Enfin, le Trésor a procédé à l'adjudication de deux BTAN de maturité 2 ans et 5 ans, pour un montant total de 3,2 milliards d'euros. Les taux moyens pondérés à l'adjudication se sont sensiblement tendus, ressortant à, respectivement, 3,59 % (soit 20 points de base au-dessus du taux de l'adjudication précédente) et 4,53 % (soit 29 points de base au-dessus de l'adjudication précédente).

Au cours du mois sous revue, les émissions brutes de l'État se sont élevées à 3,6 milliards d'euros (2,6 milliards en août). La part de l'État représente 66,7 % de la collecte des résidents du mois de septembre sur la place de Paris et plus de 52 % des encours du marché parisien à fin de période. Les fonds ont été levés sur l'OAT 4 % octobre 2009 et sur l'OAT 6,50 % avril 2011. Lors de l'adjudication du 2 septembre 1999 qui portait sur les deux lignes d'OAT, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 3,25 milliards d'euros, auquel il faut ajouter 459 millions d'euros de soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'emprunt à 10 ans s'est établi à près de 5,14 %, en hausse de 4 points de base par rapport à l'adjudication du 5 août 1999. Le rendement actuariel de l'OAT 6,50 % avril 2011 a été fixé à 5,20 %.

Les émissions auprès des personnes physiques, du 2 septembre au 25 septembre, ont porté sur l'OATi 3 % juillet 2009 et sur l'OAT 4 % octobre 2009. Le règlement de ces deux lignes s'est élevé à 105 millions d'euros, en hausse de 40 % par rapport au mois précédent. Les rendements actuariels ont été fixés à 2,99 % pour l'OATi 3 % juillet 2009 et 4,87 % pour l'OAT 4 % octobre 2009 (en hausse de, respectivement, 6 points de base et 4 points de base par rapport au mois précédent).

À la fin des neuf premiers mois de l'année 1999, l'État avait réalisé près de 73 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 45 milliards d'euros. Sur la même période, l'abondement de la ligne d'OATi juillet 2009 représente 2,9 milliards d'euros environ, soit 9 % des valeurs émises par l'État depuis janvier 1999. Sur cette ligne, l'État a ainsi réalisé près de la moitié de ses prévisions de l'année, qui s'élèvent à 6 milliards d'euros.

Émissions d'obligations (État)

(en millions d'euros)

Date de règlement	Juillet 1999	Août 1999	Sept. 1999	9 mois 1999
OAT émises par voie d'adjudication				
OAT TEC 10 Janv. 2009				
Valeur nominale				1 005
Prix d'émission				
Émission brute				1 000
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				12 550
Prix d'émission				
Émission brute				12 546
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	576			2 562
Prix d'émission	100,88			
Émission brute	581			2 577
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	2 828	2 224	3 101	13 697
Prix d'émission	95,20	91,42	91,15	
Émission brute	2 693	2 033	2 827	12 992
OAT 5,50 % Avril 2029				
Valeur nominale	540	495		1 907
Prix d'émission	101,59	96,98		
Émission brute	549	480		2 015
OAT 6,50 % Avril 2011				
Valeur nominale			610	610
Prix d'émission			111,07	
Emission brute			678	678
OAT destinées aux particuliers				
OAT 4 % Avril 2009				
Valeur nominale				386
Prix d'émission				
Émission brute				393
OAT 4 % Octobre 2009				
Valeur nominale	70	71	81	344
Prix d'émission	97,25	93,47	93,20	
Émission brute	68	66	76	331
OATi 3 % Juillet 2009				
Valeur nominale	11	4	24	176
Prix d'émission	103,31	100,98	100,28	
Émission brute	12	4	24	179
TOTAL				
Valeur nominale	**4 025**	**2 794**	**3 816**	**33 237**
Émissions brutes	**3 903**	**2 583**	**3 604**	**32 173**
Amortissements				**11 528**
Émissions nettes	**3 903**	**2 583**	**3 604**	**21 185**

Par ailleurs, comme suite aux annonces faites au cours du premier semestre 1999, l'État a lancé une nouvelle ligne d'OAT indexée sur l'inflation, à règlement en octobre 1999. L'échéance de cette nouvelle OATi est juillet 2029, le taux à l'émission a atteint 3,41 %, soit un écart de rendement de 2,46 % avec l'OAT à taux fixe la plus proche et le montant émis est de 2,8 milliards d'euros.

3.3.2. Le marché secondaire

Bons du Trésor

Sur l'ensemble du mois de septembre, les cours des bons du Trésor se sont à nouveau repliés, dans un mouvement de pentification. Les taux des BTF 3 mois, 6 mois et 12 mois se sont ainsi tendus de 2 points de base, 7 points de base et 8 points de base et les BTAN 2 ans et 5 ans de 12 points de base et 15 points de base.

Les BTF sont toutefois restés très demandés. Les *spreads* entre les titres comptant et les *swaps* continuent à être très élevés, notamment sur le secteur court de la courbe où ils se traitent à plus de 20 points de base au-dessus du prix du *swap*.

Écart de taux au sein de la zone euro
au 30 septembre 1999

(en points de base)

Maturité	France	Allemagne	Italie	Belgique
3 mois	2,52	ns	4	5
6 mois	2,82	ns	7	4
12 mois	3,08	6	5	2
2 ans	3,50	- 5	10	19
5 ans	4,36	- 1	12	13

NB : Niveaux indicatifs en fin de mois à partir des titres les plus proches de l'échéance considérée
ns : non significatif

Au sein de la zone euro, les *spreads* inter-européens se sont resserrés, corrigeant le mouvement d'élargissement enregistré au mois d'août.

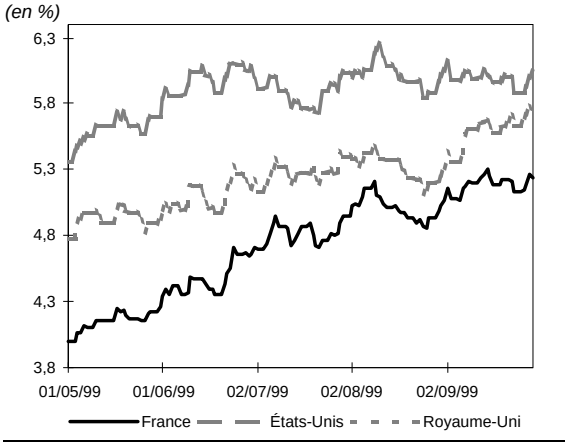
Au total, la courbe des rendements des bons du Trésor s'est pentifiée en septembre. L'écart entre le 3 mois et le 5 ans s'est ainsi élargi de 13 points de base, à 197 points de base.

Obligations

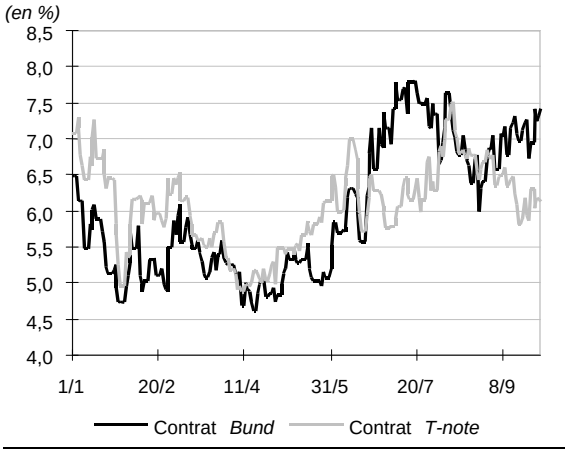
D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare français à 10 ans est passé de 5,03 % au 31 août à 5,24 % au 30 septembre, soit une hausse de 21 points de base. Sur les trois premiers trimestres de 1999, le taux à 10 ans s'est accru de 134 points de base, dont 124 points de base entre le 1er mai et le 30 septembre.

Cette vive tension des rendements s'explique en premier lieu par les perspectives d'accélération de la croissance en Europe continentale au second semestre 1999. Les indicateurs avancés de l'activité, telles l'enquête INSEE dans l'industrie ou l'enquête « PMI » des directeurs d'achat, effectuée simultanément dans plusieurs pays de la zone euro, ont confirmé une amélioration de la conjoncture dans cette zone — en France en particulier. Les rendements longs ont également réagi à une accentuation sensible des anticipations de resserrement monétaire dans la zone euro.

Taux des emprunts phares à 10 ans



Volatilité implicite des taux à 10 ans en Europe et aux États-Unis



L'amélioration de la conjoncture européenne s'est également traduite par un rétrécissement de l'écart de taux à 10 ans entre les États-Unis et la France, reflet d'une disparition progressive du décalage de croissance entre l'Europe et les États-Unis. Cet écart, qui atteignait 98 points de base le 1er septembre, s'est réduit jusqu'à 72 points de base le 15 septembre, son plus bas niveau depuis décembre 1998, pour finalement clôturer le 30 septembre à 79 points de base. En juin 1999, la moyenne de cet écart de taux s'élevait encore à 151 points de base.

Parallèlement au rétrécissement de l'écart de taux entre les deux continents, l'incertitude concernant l'évolution future des taux longs européens, telle que mesurée par la volatilité implicite tirée des options sur contrat *Bund*, apparaît aujourd'hui supérieure à celle des taux longs américains. La situation inverse avait prévalu pendant la majeure partie de l'année 1999. En moyenne sur le mois de septembre, la volatilité implicite des options sur contrat *Bund* a atteint 7,0 %, contre 6,26 % pour le contrat *T-note*, les volatilités implicites des taux longs ayant enregistré des évolutions opposées : augmentation en Europe, baisse aux États-Unis. Cet état de fait traduit essentiellement l'anticipation d'une chronologie différente de resserrement monétaire sur les deux continents, ce resserrement étant déjà entamé aux États-Unis, alors qu'il n'est pas encore intervenu en Europe.

L'émission par le Trésor français, le 21 septembre, d'une OAT indexée sur l'inflation (OATi) à 30 ans, permet de disposer désormais d'une courbe des taux réels plus étendue pour la zone euro. Cette courbe apparaît quasiment plate, le taux à l'émission de l'OATi 30 ans étant ressorti très voisin du taux de l'OATi 10 ans. Le point mort d'inflation à 30 ans — mesuré par la différence entre le taux de l'OAT à 30 ans et celui de l'OATi à 30 ans — s'établit à un niveau supérieur au point mort d'inflation à 10 ans (2,4 % et 1,8 %, respectivement, le 30 septembre). Cet écart traduit une incertitude sur le niveau de l'inflation future (« prime de risque d'inflation ») plus importante à 30 ans qu'à 10 ans.

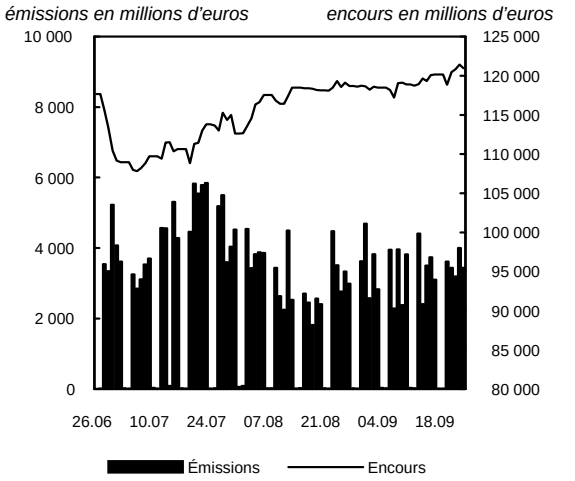
3.4. Les titres des entreprises financières et non financières

Les émissions des entreprises financières ont été marquées par une augmentation de la part des établissements de crédit dans les souscriptions au détriment des OPCVM. Le coût moyen des émissions de certificats de dépôt venant à échéance en janvier 2000 s'est stabilisé, après un renchérissement notable depuis mai 1999. Les émissions d'obligations de la part des entreprises non financières ont connu une hausse sensible par rapport au mois précédent.

3.4.1. Les entreprises financières

Les émissions de certificats de dépôt négociables

Certificats de dépôt négociables



Émissions de CDN en septembre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	20,1	29,2
De 10 jours à moins de 1 mois	11,1	16,2
De 1 mois à moins de 3 mois	16,9	24,5
De 3 mois à moins de 6 mois	18,3	26,5
De 6 mois à 1 an	2,5	3,6
Total	**68,9**	**100,0**

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en pourcentage)

	28 août au 3 sept	4 au 10 sept.	11 au 17 sept.	18 au 24 sept.
Certificats à 1 jour	2,59	2,56	2,55	2,04
Certificats à 10 jours	2,52	2,52	2,49	2,33
Certificats à 30 jours	2,60	2,58	2,60	2,60
Certificats à 90 jours	2,74	2,73	2,73	2,72

Dans un contexte d'activité un peu plus soutenue que celui enregistré lors du mois d'août, l'*encours* des certificats de dépôt a continué de progresser légèrement pour retrouver un niveau proche de celui précédant la fin de semestre. Il s'établissait, en données provisoires, à 120,9 milliards d'euros le 24 septembre, contre 118,7 milliards à la fin du mois d'août (titres libellés en monnaie *in* globalisés en contre-valeur euros).

Le *nombre d'émetteurs* disposant d'un encours était de 300 le 24 septembre. À cette date, les 4 premiers d'entre eux, seuls établissements à disposer d'un encours supérieur à 5 milliards d'euros, représentaient 19 % de l'encours global : le Crédit Lyonnais (6,4 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (6,1 milliards), la Caisse centrale des caisses d'épargne (5,3 milliards) et la BNP (5,1 milliards). Deux nouveaux émetteurs sont entrés sur le marché au cours du mois sous revue : Rabobank Nederland Utrecht a lancé un programme d'émission de 10 milliards d'euros destiné à se substituer à celui de sa succursale parisienne, et la Banque PSA Finance Holding a procédé à une première émission test de 10 millions d'euros dans le cadre d'un nouveau programme de 1,5 milliard.

Face aux *tombées*, qui se sont élevées à 66,6 milliards d'euros, contre 58,1 milliards au mois d'août, les *émissions* ont porté sur un montant de 68,9 milliards, contre 64,1 milliards pour le mois précédent.

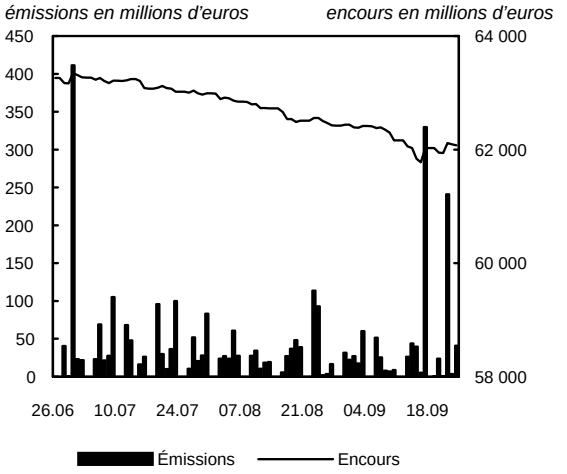
La répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* a été caractérisée par une présence plus marquée des établissements de crédit, qui ont contribué à hauteur de 34,6 % du montant global des émissions, contre 29,4 % en août. À l'inverse, avec une part représentant 20,8 % du total, les OPCVM ont reculé de près de 7 points par rapport à leur position du mois précédent. Les sociétés industrielles et commerciales ont maintenu une présence similaire à celle du mois d'août, en étant à l'origine de 29,8 % du montant des souscriptions.

La ventilation des opérations selon les *durées à l'émission* révèle que la part des opérations conclues entre trois mois et six mois, liées pour partie à la gestion du passage de fin d'année, a continué de progresser pour atteindre près de 27 % du total, contre 24 % pour le mois précédent.

Sauf durant la dernière semaine du mois, les *taux de rendement moyens à l'émission* ont globalement été très stables, à l'exception de la fin de période de réserves où les taux des certificats émis sur les durées très courtes (un jour et dix jours) ont accompagné la baisse de l'Eonia. Le renchérissement du coût moyen des émissions venant à échéance en janvier 2000, amorcé au cours du mois de mai, s'est stabilisé, les *spreads* de rémunération par rapport au *swap* contre Eonia se fixant autour de 25 points de base. Le volume d'émissions correspondant à ces opérations (8,4 milliards d'euros) a cependant plus que doublé par rapport à celui du mois d'août (2,5 milliards).

Les émissions de bons à moyen terme négociables

Bons à moyen terme négociables



Émissions de BMTN en septembre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	0,06	5,8
De 2 ans à moins de 3 ans	0,51	50,2
De 3 ans à moins de 5 ans	0,15	15,1
De 5 ans à moins de 7 ans	0,24	24,1
De 7 ans et plus	0,05	4,8
Total	**1,01**	**100,0**

Taux de rendement à l'émission des BMTN

(en pourcentage)

	28 août au 3 sept.	4 au 10 sept.	11 au 17 sept.	18 au 24 sept.
Bons à 1 an 1 jour	3,47	3,17	3,19	–
Bons à 2 ans	3,63	3,54	3,93	4,00
Bons à 3 ans	4,12	4,24	–	4,05
Bons à 5 ans	–	4,47	–	–
Bons à 7 ans	–	–	–	–
Bons à 10 ans	–	5,55	–	5,30

Au 24 septembre, l'*encours* total des BMTN, dont 98,3 % provenaient des entreprises financières (le solde étant constitué d'une douzaine d'émetteurs non bancaires), s'élevait à 62,1 milliards d'euros, contre 62,4 milliards le 27 août ; il se répartissait entre 214 émetteurs, population inchangée par rapport à celle de la fin août. Les trois principaux émetteurs, disposant d'un encours supérieur ou égal à 3 milliards d'euros, étaient la Société générale (6,2 milliards), Paribas SA (3,5 milliards) et le Crédit Lyonnais (3 milliards).

Le mois de septembre a été caractérisé par une activité légèrement plus marquée que celle du mois précédent. Le volume des *émissions* a atteint 1,01 milliard d'euros (contre 659 millions en août) face à des *tombées* de 1,36 milliard. La Société générale s'est distinguée comme l'émetteur le plus actif, avec 365 millions d'euros d'émissions, devant la BAREP (165 millions).

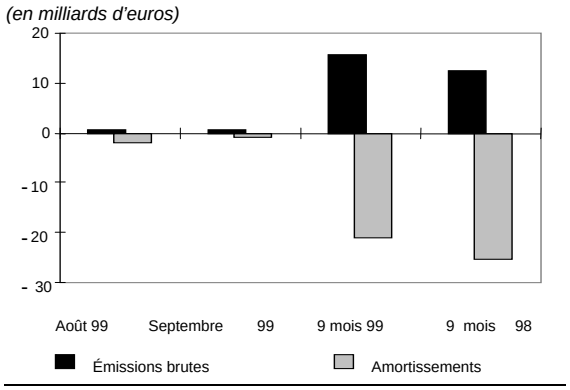
La répartition mensuelle par catégories de *souscripteurs* fait apparaître une concentration des souscriptions provenant des établissements de crédit, lesquels ont totalisé 86,3 % du montant total d'émission, contre 59,8 % pour le mois d'août. La presque totalité du solde des opérations s'est répartie à parts quasi égales entre les OPCVM (5,5 %) et les sociétés industrielles et commerciales (6,0 %).

Les *durées initiales* des émissions du mois traduisent une certaine concentration des opérations sur les termes compris entre deux ans et trois ans, qui ont recueilli plus de 54 % du montant de la production ; le même phénomène avait déjà été constaté le mois précédent.

Les émissions de titres à taux fixe ont représenté 21,2 % du montant global d'émission. Les contrats à taux variable ont constitué 73,8 % du total, les titres indexés sur l'Eonia entrant pour le tiers de la valeur agrégée de ces émissions. Le solde des opérations (5 %) a été composé de produits structurés.

Le marché obligataire (primaire et secondaire)

Émissions d'obligations
Établissements de crédit et assimilés



Le montant des émissions brutes d'obligations des établissements de crédit au cours du mois de septembre est proche de celui du mois d'août (0,4 milliard d'euros, après 0,5 milliard). Compte tenu de l'importance des amortissements, l'endettement obligataire de ce secteur poursuit une baisse sensible depuis un an, les encours passant de 221,4 milliards d'euros en septembre 1998 à près de 212 milliards au cours du mois sous revue. À fin septembre 1999, ils représentent 28,7 % des encours totaux de l'endettement obligataire des résidents sur la place de Paris. Durant les trois

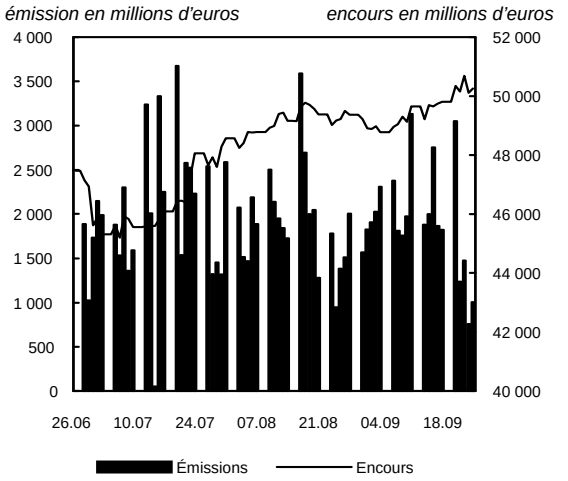
premiers trimestres de l'année 1999, les émissions brutes se sont élevées à 15,6 milliards d'euros, en hausse de près de 24 % par rapport à la période correspondante de 1998.

Le Crédit local de France (CLF) et le Crédit foncier de France (CFF) devraient s'engager avec une vingtaine d'autres banques sur une charte commune de tenue du marché des obligations foncières. D'autre part, ces deux établissements ont annoncé l'émission de ce nouveau type d'obligation pour le début du mois d'octobre (CCF : 1,5 milliard d'euros le 5 octobre).

3.4.2. Les entreprises non financières

Les émissions de billets de trésorerie

Billets de trésorerie



Émissions de BT en septembre 1999

Durée	Montant en milliards d'euros	Structure en pourcentage
De 1 jour à 9 jours	11,7	30,3
De 10 jours à moins de 1 mois	3,2	8,3
De 1 mois à moins de 3 mois	16,7	43,5
De 3 mois à moins de 6 mois	5,2	13,5
De 6 mois à 1 an	1,7	4,4
Total	**38,5**	**100,0**

Taux de rendement à l'émission des BT

(en pourcentage)

	28 août au 3 sept.	4 au 10 sept.	11 au 17 sept.	18 au 24 sept.
Billets à 1 jour	2,60	2,60	2,58	2,14
Billets à 10 jours	2,60	2,62	2,60	2,66
Billets à 30 jours	2,66	2,67	2,64	2,63
Billets à 90 jours	2,77	2,76	2,79	2,78

Depuis la pause marquant le passage du premier semestre, l'encours des billets de trésorerie a repris sa progression. Au 29 septembre, il a dépassé pour la première fois le seuil de 50 milliards d'euros, à 50,3 milliards, contre 49,4 milliards le 27 août.

En septembre, le niveau d'activité est demeuré très proche de celui du mois d'août. Le montant des émissions a été quasiment identique, à 38,5 milliards d'euros ; et celui des tombées (37,6 milliards, après 37,7 milliards).

Le nombre d'émetteurs s'établissait, le 24 septembre, à 94, dont 16 entités non résidentes (2 en zone euro et 14 en dehors de cette zone). En fin de période, General Electric Capital continuait de ressortir comme le principal émetteur, avec un encours de 4 milliards d'euros, devant le groupe Vivendi (2,6 milliards), LVMH (2,4 milliards), Morgan Stanley Dean Witter (2,3 milliards) et Antalis (2 milliards), cette dernière entité, structure de refinancement de titrisation du groupe Société générale, ayant récemment porté son programme à 2,77 milliards d'euros. Le marché demeurait fortement concentré, les 15 premiers émetteurs, disposant d'un encours supérieur ou égal à 1 milliard d'euros, représentait 54,5 % de l'encours global.

L'examen de la répartition des émissions du mois selon le type de *souscripteurs* traduit une présence accentuée des établissements de crédit, qui ont souscrit 60,3 % du montant des émissions, contre 55,4 % précédemment. Le solde des émissions a été presque intégralement placé auprès des sociétés industrielles (25,5 % du total) et des OPCVM (11,1 %).

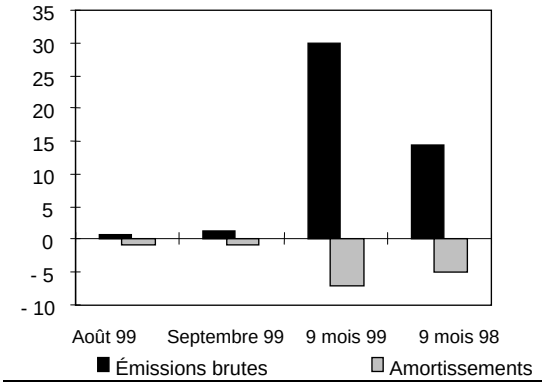
La structure des émissions en termes de *durée* révèle une augmentation de la part des opérations réalisées entre trois mois et six mois (près de 14 % du total, contre environ 10 % pour le mois d'août), ce qui confirme la tendance déjà relevée le mois précédent à une multiplication des émissions enjambant la fin de l'année.

En dehors d'une décrue de 44 points de base enregistrée au cours de la dernière semaine de septembre pour les billets émis à un jour, en liaison avec la baisse de l'Eonia en fin de constitution de réserves obligatoires, les *taux de rendement à l'émission* ont été caractérisés par une relative stabilité sur la plupart des échéances. Le coût moyen des émissions venant à échéance en janvier 2000, sur une pente ascendante depuis le mois de juin, s'est encore renchéri de 3 à 5 points de base par rapport au mois d'août. De surcroît, le volume de ces opérations (5,9 milliards d'euros) a fortement progressé en regard du mois précédent (1,7 milliard).

Les émissions obligataires

Émissions d'obligations
Secteur non financier

(en milliards d'euros



Au cours du mois sous revue, les *sociétés non financières et les autres émetteurs* ont levé 1,35 milliard d'euros, contre près de 0,2 milliard en août. Les emprunts obligataires convertibles en actions ont représenté 11 millions d'euros, soit environ 8 % des émissions du secteur au cours du mois.

En septembre, les grandes entreprises nationales ont levé pour 635 millions d'euros, représentant 47 % des émissions du secteur. Ces emprunts ont été réalisés par EDF et SNCF pour des montants, respectivement, 394 milliards d'euros et 241 millions.

Sur les neuf premiers mois de 1999, les émissions brutes du secteur non financier dépassent 30 milliards d'euros, représentant plus de 38 % des émissions totales (plus de 21 % au cours de la période correspondante de 1998).

3.5. Les actions

3.5.1. Le marché primaire

Émissions d'actions
et de certificats d'investissement

(en milliards d'euros)

	Année 1998	8 mois 1998	8 mois 1999	Juillet 1999	Août 1999
Sociétés non financières	47,39	36,82	20,53	3,69	1,99
Établissements de crédit	1,34	0,86	0,86	0,32	0,02
Compagnies d'assurance	0,23	0,20	0,02	–	–
Administrations publiques	0,02	0,01	0,02	–	0,01
Total émis (a)	**48,98**	**37,89**	**21,43**	**4,01**	**2,02**
dont *: Titres cotés* (b)	*10,54*	*8,05*	*6,53*	*0,82*	*0,33*
Appel public à l'épargne (b)	*7,19*	*4,94*	*4,86*	*0,52*	–

(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

Sources : SBF Bourse de Paris, Banque de France

Le mois d'août a été marqué par une nette diminution des émissions d'actions réglées en numéraire, passées de 4 milliards d'euros en juillet [3] à 2 milliards. Les sociétés non financières restent les acteurs principaux du marché.

Les deux plus importantes émissions d'actions en numéraire ont été effectuées par les sociétés Suez Lyonnaise (ex -Lyonnaise des Eaux) pour 225 millions d'euros et General Energy (229 millions).

Pour les huit premiers mois de l'année 1999, le montant des émissions d'actions s'élève à 21,43 milliards d'euros, en recul de plus de 43 % d'une année à l'autre.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 8,05 milliards d'euros en 1998 à 6,53 milliards. À fin août, elles avoisinaient 30 % du montant total des émissions d'actions, contre 21 % pour la période correspondante de l'année 1998.

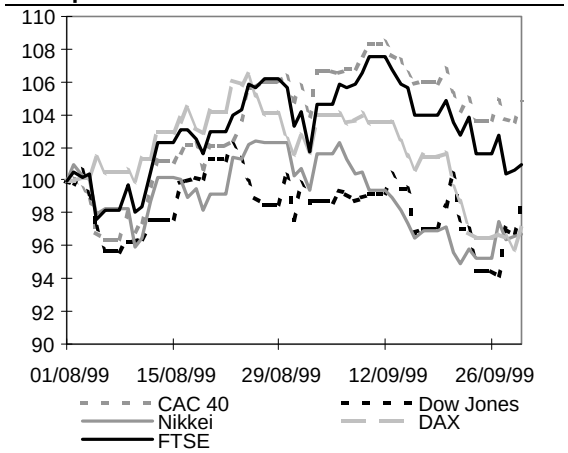
En septembre, les émissions de sociétés cotées ont concerné une société au Premier marché (augmentation de capital de STMicroelectronics), une société au Second marché (Aures Electronique) et une société au Nouveau marché (Metrologic Group).

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

3.5.2. Le marché secondaire

Après avoir sensiblement progressé en début de mois, atteignant un pic historique le 10 septembre, à 4 745 points, l'indice CAC 40 de la Bourse de Paris s'est replié pendant le reste de la période. Au total, l'indice phare parisien a été quasiment stable, progressant de 0,05 % d'une fin de mois à l'autre. Cette résistance contraste avec les performances sensiblement négatives enregistrées sur la plupart des autres bourses occidentales, l'indice synthétique EuroStoxx 50 ayant reculé de 2,6 % en septembre, alors que le Dow Jones accusait un repli encore plus marqué (– 4,5 %).

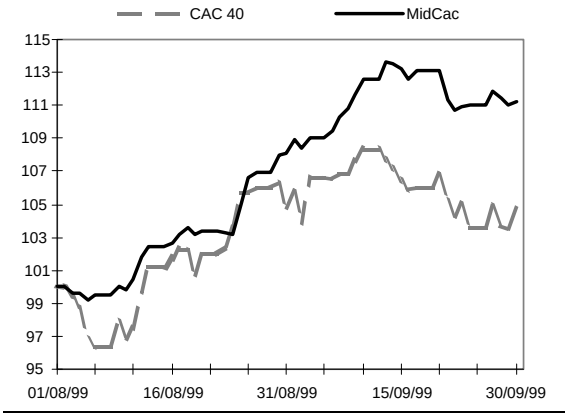
Principaux indices boursiers



L'activité sur la Bourse de Paris s'est maintenue à des niveaux élevés, battant un nouveau record en septembre, avec 3 milliards d'euros de capitaux échangés quotidiennement sur le Règlement mensuel, soit une progression de 29,7 % par rapport au mois d'août 1999 et de 28 % par rapport au mois de septembre 1998. Le 23 septembre, jour de liquidation boursière, les capitaux échangés sur le Règlement mensuel ont atteint un plus haut niveau historique, à 5,3 milliards d'euros, l'activité ayant été stimulée par la sortie temporaire d'Elf et Promodès du CAC 40.

La bonne tenue relative de la Bourse de Paris au cours du mois apparaît d'abord comme le reflet de l'accélération de la croissance dans la zone euro, en France en particulier. Les secteurs cycliques, plus sensibles à l'amélioration de la conjoncture économique, ont d'ailleurs sensiblement progressé en septembre. Ainsi en est-il des secteurs de la construction (+ 1,1 %), des biens d'équipement (+ 3,3 %) et des valeurs financières (+ 2,6 %). L'annonce de résultats semestriels satisfaisants de la part de plusieurs sociétés importantes de la cote a également contribué à limiter l'influence négative de la tension des rendements longs.

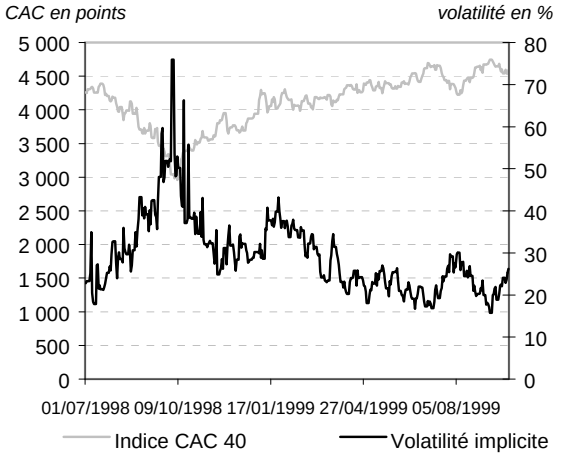
Indices CAC 40 et MidCac



La vive performance des valeurs moyennes, entamée en août, s'est poursuivie en septembre. Après avoir progressé de 8,0 % en août, l'indice MidCac a progressé de 2,9 % en septembre, le CAC 40 ne progressant que de, respectivement, 4,7 % et 0,05 %. L'assise essentiellement domestique ou européenne de ces valeurs leur permet de bénéficier pleinement des perspectives d'accélération de la croissance en France, sans pour autant subir l'influence du repli des indices américains.

Au total, les résultats du mois de septembre confortent la bonne performance de la Bourse de Paris parmi ses homologues occidentales depuis le début de l'année. Sur les neuf premiers mois de 1999, l'indice CAC 40 (+ 16,45 %) a davantage progressé que la moyenne des bourses de la zone euro (indice EuroStoxx 50 : + 9,8 %) et a enregistré, en monnaie locale, une hausse supérieure à celle du Dow Jones (+ 12,6 %).

Évolution de la volatilité implicite du CAC 40



Toutefois, la hausse sensible des bourses occidentales, et de la Bourse de Paris en particulier, depuis le début de l'année, a conduit à des niveaux de valorisation élevés. Les opérateurs apparaissent de plus en plus partagés quant à l'évolution future de la Bourse de Paris, comme le montre l'évolution de la volatilité implicite tirée des options sur indice CAC 40 depuis début août. Cet indicateur, qui traduit le degré d'incertitude des acteurs de marché quant à l'évolution future de l'indice, a fait preuve récemment d'une certaine variabilité. Après avoir atteint 30,1 % le 6 août 1999, la volatilité implicite a décru jusqu'au 10 septembre, jour de record historique pour le CAC 40. Elle a, depuis, réamorcé un mouvement de hausse, s'établissant à 26,9 % le 30 septembre, contre 21,7 % un mois plus tôt.

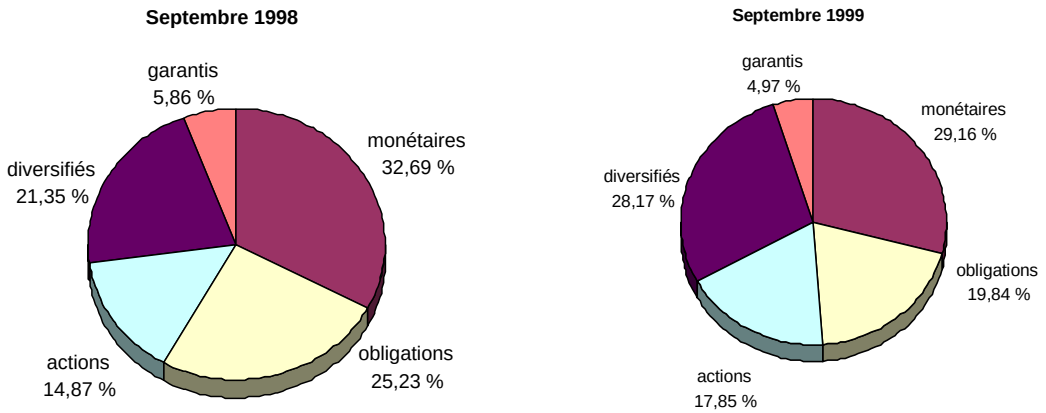
3.6. Les titres d'OPCVM

Soumis à un léger mouvement de rachats, l'encours des titres d'OPCVM monétaires, 191,2 milliards d'euros en septembre, est pratiquement inchangé par rapport au mois précédent. Toutefois, son rythme annuel de progression a continué de s'apprécier régulièrement depuis juin (+ 6,9 %), pour atteindre + 12,9 %.

L'encours des titres d'OPCVM obligataires a été quasi stable d'un mois à l'autre (130,1 milliards d'euros), reflétant l'atonie tant des souscriptions que des performances. Sur un an, il a diminué de 0,5 %.

L'encours des titres d'OPCVM « actions » s'est établi à 117 milliards d'euros. Sa progression annuelle a atteint un sommet (+ 51,9 % en septembre, après + 30,7 % en août et + 19,3 % en juillet), grâce à une forte hausse de l'effet performance, soutenue par un regain de souscriptions. L'encours des titres d'OPCVM « diversifiés » a fortement progressé d'une fin de mois à l'autre (+ 41 milliards d'euros), s'établissant à 184,7 milliards. Leur croissance annuelle a atteint ainsi le niveau exceptionnel de 67 %. L'encours des OPCVM garantis s'est établi à 32,6 milliards d'euros en septembre, en léger repli par rapport à août 1999 et sa progression annuelle a de nouveau ralenti (+ 7,5 %, après + 7,8 % en août 1999).

Répartition de l'encours de titres par catégories d'OPCVM



Source : Commission des opérations de bourse

4. Chronologie

1er septembre

Le Conseil des ministres adopte le projet de loi modernisant le droit de la preuve en reconnaissant la valeur juridique du document et de la signature électroniques.

6 septembre

À la fin juillet, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 190,3 milliards, contre 240,2 milliards en juillet 1998. Cette nette amélioration résulte, essentiellement, du dynamisme des recettes, en hausse de 7,9 % en glissement annuel.

8 septembre

Un décret, publié au *Journal officiel* du 10 septembre, redéfinit le champ d'application du mécanisme de garantie des cautions dans le cadre d'engagements de cautions octroyés par des établissements de crédit.

9 septembre

Un décret, publié au *Journal officiel* du 10 septembre, renouvelle Jean-Claude Trichet dans les fonctions de gouverneur de la Banque de France.

15 septembre

Le projet de budget pour 2000, bâti sur une hypothèse de croissance de 2,8 % du PIB, est présenté en Conseil des ministres. Les recettes nettes devraient progresser de 0,4 % et les dépenses de 0,9 % en valeur, soit une stabilité en volume. Le taux des prélèvements obligatoires régresserait de 45,3 % en 1999 à 44,8 %, grâce à des allégements fiscaux, de l'ordre de FRF 39 milliards, notamment en faveur du secteur du bâtiment. En 2000, le déficit public sera ramené à FRF 215,4 milliards, soit 1,8 % du PIB et la dette publique à 59,9 % du PIB, contre, respectivement, 2,2 % et 60,5 % en 1999.

21 septembre

Le Trésor émet les premières OAT indexées sur l'inflation à 30 ans, pour un montant de EUR 2,8 milliards et assorties d'un coupon de 3,40 %.

La ministre de l'Emploi et de la Solidarité présente son projet de loi de financement de la Sécurité sociale qui prévoit un excédent du régime général de FRF 2 milliards grâce à une limitation du taux de croissance des dépenses d'assurance-maladie à 2,5 %. Le fonds de réserve des retraites sera doté de FRF 20 milliards début 2001 et de 30 milliards à terme. Les prestations familiales et les pensions de retraite seront revalorisées de 0,5 % au 1er janvier.

27 septembre

Le Premier ministre annonce une série de mesures pour lutter contre les licenciements économiques abusifs et le recours trop fréquent à l'emploi précaire, ainsi que de nouvelles dispositions en faveur des plus démunis.

La nature juridique de la monnaie électronique

Trois projets de porte-monnaie électronique (PME) sont à l'étude et pourraient voir le jour en France d'ici la fin de l'année [1]*. Les trois systèmes reposent sur le même principe : le chargement, par un émetteur, d'unités électroniques sur la puce d'un PME contre remise d'une somme d'argent par le porteur. Le porte-monnaie électronique est fondé sur la technologie des cartes à microprocesseur, comme les cartes de paiement traditionnelles, mais à la différence de celles-ci, le porteur du PME a prépayé les unités qu'il dépensera. Il existe déjà des exemples de systèmes dits mono-prestataires où les cartes prépayées servent à payer les biens ou services de l'émetteur de la carte, comme les cartes de téléphone utilisées dans les cabines publiques ou par les téléphones portables. En revanche, les futurs projets ont vocation à être déployés sur l'ensemble du territoire dans un réseau diversifié de commerçants.*

L'expression « monnaie électronique » désigne les unités électroniques émises par l'émetteur et enregistrées dans la puce du PME. Pour payer avec le PME, le porteur transfère les unités électroniques de sa carte vers la carte du vendeur . Cette opération n'engendre aucun mouvement de débit/crédit sur les comptes bancaires respectifs de l'acheteur et du vendeur[2]*. C'est dans un deuxième temps que l'émetteur convertit les unités électroniques en unités monétaires, et que les fonds sont transférés par un virement bancaire sur le compte du vendeur. Quant au compte du porteur, c'est lors de l'achat des unités électroniques qu'il a été éventuellement débité, si cette opération est réalisée à l'aide de monnaie scripturale.*

Le PME est l'instrument qui incorpore la monnaie électronique et en permet la circulation. La présente étude n'a pas pour objet de définir le porte-monnaie électronique, support de la « monnaie électronique », mais bien de tenter de définir la nature juridique de la monnaie électronique.

La « monnaie électronique » est en réalité un véritable « système de paiement », composé d'un émetteur, de porteurs-consommateurs et d'un réseau de commerçants. Ce système introduit, sans aucun doute, un nouveau moyen de paiement *constitué d'un PME chargé d'unités électroniques permettant de transférer des fonds et d'exécuter une obligation de somme d'argent. On ne peut, toutefois, se contenter de cette qualification de moyen de paiement, sachant que des moyens de paiement comme la monnaie fiduciaire, les instruments de paiement scripturaux tels que le chèque ou la carte de paiement, ou bien les titres de créance n'ont ni une nature ni un régime juridique uniforme.*

---

[1] « En France, trois porte-monnaie électroniques, trois technologies », *Technologies Bancaires Magazine* n° 72, janvier-février 1999

[2] En réalité, il n'y aura pas réellement transfert d'unités, mais transfert d'un message codé, qui engendrera une augmentation du nombre d'unités dans la puce du vendeur et une diminution corrélative et égale de ce nombre sur la puce du débiteur.

Le choix de l'expression « monnaie électronique » suggère qu'en raison de ses similitudes d'emploi avec la monnaie fiduciaire ou scripturale, ce nouveau moyen de paiement présente les caractéristiques d'une nouvelle forme juridique de monnaie. Avant de déterminer s'il en est bien ainsi (cf. 2.), il semble indispensable de rappeler les éléments caractéristiques de la monnaie et les raisons qui ont conduit à qualifier de « monnaie » les billets de banque ou la monnaie scripturale (cf. 1.).

Serge LANSKOY
Direction des Services juridiques
Chargé de recherches sur la monnaie électronique [3]

1. La monnaie et ses instruments monétaires

Pour être qualifié de monnaie [4], un moyen de paiement doit présenter toutes les caractéristiques de celle-ci (cf. 1.1.), notamment celle d'être un instrument monétaire (cf. 1.2.).

1.1. Les caractéristiques de la monnaie

Alors que certains pronostiquent la disparition future de la monnaie en raison de l'introduction des nouvelles technologies [5], les juristes constatent qu'elle demeure encore aujourd'hui l'inconnue du droit : « *la monnaie est partout dans les relations sociales, mais nulle part dans la pensée juridique* » [6]. Les rares définitions juridiques [7] de la monnaie la caractérisent principalement par sa fonction d'unité de compte ou par sa fonction de paiement, sans distinguer ses différentes fonctions.

1.1.1. Les trois fonctions de la monnaie

Selon un auteur, « *Les juristes s'intéressent à la monnaie au regard des droits et obligations qu'entraînent son usage, ce qui les conduit à définir ce qui est monnaie et ce qui ne l'est pas* » [8]. Or, comme le fait remarquer M. le doyen Jean Carbonnier [9], « *la monnaie est un moyen de paiement, mais tout moyen de paiement n'est pas une monnaie* ». La monnaie réunit donc d'autres caractéristiques que celle d'éteindre une créance de somme d'argent.

---

[3] La présente étude s'inscrit dans le cadre d'une recherche sur les moyens de paiement faisant appel aux nouvelles technologies, actuellement en cours sous la direction de M. le professeur Thierry Bonneau.

[4] La monnaie prise en compte dans cette analyse correspond à celle qui est calculée par l'agrégat monétaire M1, qui regroupe les billets, les monnaies divisionnaires et les dépôts à vue émis et gérés par les établissements de crédit et le Trésor. Cf. Didier Bruneel, « La monnaie », la revue *Banque*, éd. 1992

[5] Richard W. Rahn, *The End of Money and the Struggle for Financial Privacy*, Seattle, Discovery Institute Press, 1999

[6] Rémy Libchaber, *Recherche sur la monnaie en droit privé*, Bibliothèque de droit privé, Tome 225, Librairie générale de droit et de jurisprudence (LGDJ)

[7] « *Un instrument légal de paiement, pouvant avoir, suivant les systèmes monétaires, une base métallique ou une base fiduciaire, le plus souvent par combinaison des deux* », Gérard Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant

[8] Jean-Michel Servet, « La monnaie contre l'État ou la fable du troc », in *Droit et Monnaie*, Litec 1988

[9] Jean Carbonnier, Conclusions générales du colloque « Droit et Monnaie », in *Droit et Monnaie*, Litec 1988

Pour leur part, les économistes se sont attachés davantage aux fonctions monétaires de la monnaie et à ses effets dans le système économique, ce qui a conduit à la distinction entre : l'unité de compte qui permet de mesurer la valeur de biens hétérogènes, le moyen de paiement qui permet d'acquérir n'importe quel bien, et la réserve de valeur qui prend la forme d'un actif de patrimoine présentant la particularité de pouvoir être conservé et de rester parfaitement liquide, c'est-à-dire immédiatement utilisable à l'échange sans transformation risquée et éventuellement coûteuse [10].

Cependant, il n'y a pas forcément de grandes différences entre ce que l'on définit en économie et ce que l'on cherche à caractériser en droit. En effet, la monnaie a aussi une triple fonction juridique [11] : elle est un instrument d'évaluation, c'est sa fonction d'unité monétaire ; elle est un instrument de paiement ; et elle est enfin un bien qui peut être thésaurisé sous la forme d'instruments monétaires [12]. L'*unité monétaire* (unité de compte) est une unité idéale essentiellement définie par un nom (franc, euro, dollar) servant de référence dans le cadre d'un système monétaire. Un ensemble d'unités monétaires constitue une somme d'argent. Mais cette unité idéale doit avoir un support auquel elle s'incorpore pour être échangée et stockée, c'est l'*instrument monétaire* (réserve de valeur) [13]. Les instruments monétaires, dans lesquels s'incorporent les unités monétaires, sont les billets de banques, les pièces métalliques et la monnaie scripturale. Enfin, les *moyens de paiement* servent à transférer des fonds soit par la tradition soit par des écritures en compte. Ce sont les chèques, les cartes bancaires, les virements. Le billet de banque a la particularité de réunir la fonction d'instrument monétaire et de moyen de paiement.

1.1.2. L'unité monétaire

L'unité monétaire est parfois considérée comme le seul élément qui caractérise la monnaie [14]. Selon cette conception, la monnaie est une unité de compte qui sert à apprécier la valeur des services et des choses dont on a besoin [15], indépendamment de sa matérialisation par son incorporation dans un support [16]. C'est ainsi que le franc a été créé par l'article 5 de la loi du 18 germinal an III (avril 1795), défini comme 5 grammes d'argent au titre de 900/1 000 (loi du 17 germinal an XI), puis comme 65,5 mg d'or au titre de 900/1 000 (franc Poincaré, loi du 25 juin 1928). Cette dernière définition a été supprimée, sans être immédiatement remplacée, par l'article 2 de la loi du 1er octobre 1936. Le décret-loi du 30 juin 1937, qui, à son tour, a modifié le texte de 1936, avait prévu que la nouvelle teneur en or du franc serait fixée ultérieurement par décret, mais ce décret n'est jamais intervenu.

La Constitution de 1958 a prévu que « *la loi fixe les règles concernant ...le régime d'émission de la monnaie* » (article 34), et c'est par une ordonnance, dans le cadre des mesures transitoires prévues par l'article 92 de la Constitution pour la mise en place des nouvelles institutions, que fut instaurée à compter du 1er janvier 1960 une unité monétaire nouvelle désignée sous l'appellation de « nouveau franc » (ordonnance du 27 décembre 1958 et décret du 22 décembre 1959). Le nouveau franc devint ainsi un

[10] Monique Béziade, *La monnaie et ses mécanismes*, éd. La Découverte, 1993

[11] Jean-Louis Rives-Lange, « La monnaie scripturale » (contribution à une étude juridique), Études de droit commercial à la mémoire de Henri Cabrillac, Litec, 1968

[12] Anne-Marie Moulin, « Le droit monétaire français et les paiements en écus », *Bulletin trimestriel de la Banque de France*, décembre 1992

[13] Jean Carbonnier, *Les biens*, Thémis, PUF, p. 36

[14] J. Hamel, « Réflexion sur la théorie juridique de la monnaie », Mélanges dédiés à M. le professeur Sugiyama, 1940

[15] Christine Lassalas, *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, Thèse, LGDJ, 1997

[16] J. Hamel, *op. cit.*

multiple de l'ancien franc sans modification de substance et sans rattachement à un quelconque étalon. Depuis le 1er janvier 1999, l'euro a remplacé le franc en tant qu'unité monétaire de la zone euro à laquelle la France appartient. Cette nouvelle unité monétaire est définie par le règlement (CE) n° 974/98 du 3 mai 1998, qui énonce dans son article 2 que « *À compter du 1er janvier 1999, la monnaie des États membres participants est l'euro. L'unité monétaire est 1 euro* » [17]. Toute obligation de somme d'argent doit désormais être payée, en France, en unité monétaire euro ou bien, jusqu'au 31 décembre 2001, fin de la période transitoire, dans une subdivision temporaire de la monnaie euro, l'unité monétaire nationale de l'ancienne monnaie nationale.

Cependant, la conception réduisant la monnaie à une unité de compte fait abstraction de sa fonction d'échange, qui suppose sa matérialisation dans un instrument monétaire et de sa circulation de patrimoine en patrimoine par des moyens de paiement.

1.2. Les instruments monétaires et les moyens de paiement

Le paiement est généralement défini comme l'exécution d'une obligation par la satisfaction du créancier. Dans le cadre d'une obligation de somme d'argent, cette satisfaction est réalisée par la remise de la somme, soit avec des espèces qui ont cours légal et forcé (billets de banque et pièces métalliques), soit par l'*inscription sur le compte bancaire du créancier* du montant de la somme d'argent due. Le paiement s'effectue au moment du transfert des unités monétaires [18] contenues dans le patrimoine du débiteur vers celui du créancier.

Ces unités monétaires, incorporées dans des instruments monétaires, vont circuler à l'aide de moyens de paiement. Aux termes de l'article 4 de la « loi bancaire » du 24 janvier 1984 : « *Sont considérés comme moyens de paiement tous les instruments qui, quel que soit le support ou le procédé technique utilisé, permettent à toute personne de transférer des fonds* » [19].

Les billets et pièces métalliques (monnaie fiduciaire) comme les comptes bancaires (monnaie scripturale) sont donc trois instruments monétaires qui contiennent des unités monétaires. Pour la monnaie fiduciaire, le moyen de paiement se confond avec l'instrument monétaire. Le paiement est réalisé par la seule remise de billets ou de pièces métalliques, ce que le juriste appelle la « tradition » (cf. 1.2.1.). Dans le cas de la monnaie scripturale, c'est le compte bancaire qui joue le rôle d'instrument monétaire ; les moyens de paiement, aussi appelés instruments de paiement scripturaux, vont déclencher le paiement en donnant l'ordre à l'établissement bancaire qui détient le compte de transférer des fonds sur le compte de son créancier [20], par une double opération : une inscription au débit d'un compte (celui du payeur) et une inscription au crédit d'un autre compte (celui du payé) [21].

---

[17] *Journal officiel des Communautés européennes* (JOCE) L 139 du 11 mai 1998

[18] Rémy Libchaber, *op. cit.*

[19] *Journal officiel* du 25 janvier 1985. « *Le terme de support se rapporte bien à l'instrument et désigne probablement le fait que celui-ci peut utiliser un support papier ou une bande magnétique* », cf. à ce propos Éric Froment, « L'innovation dans les paiements », la revue *Banque* n° 471, 1987

[20] Le paiement peut aussi se réaliser par une opération de novation où le créancier est payé par un tiers.

[21] Thierry Bonneau, *Droit bancaire*, 2e éd., n° 420

L'étude des divers instruments monétaires montre qu'aucun d'entre eux, hormis la monnaie fiduciaire, n'est à l'origine de la circulation des unités monétaires [22]. Comme le fait remarquer Thierry Bonneau : « *Si la monnaie métallique et la monnaie fiduciaire sont des moyens de paiement, en revanche, la monnaie scripturale est seulement une monnaie sans être un moyen de paiement* » [23]. Ce que l'on appelle monnaie scripturale, c'est donc bien le solde figurant sur les comptes bancaires et non pas les différents instruments (chèques, cartes bancaires et virements) qui permettent la circulation de cette monnaie scripturale (cf. 1.2.2.).

1.2.1. La monnaie fiduciaire : le billet de banque

1.2.1.1. Nature juridique de la monnaie fiduciaire

Alors qu'il représentait autrefois un titre de créance sur l'institution émettrice, le billet de banque est aujourd'hui considéré comme un bien meuble d'une nature particulière [24].

À l'origine, le billet de banque en francs, dont l'émission est réservée à la Banque de France depuis la loi du 24 germinal an XI, présentait des ressemblances avec le billet à ordre. Le billet était une reconnaissance de dette échangeable en or auprès de l'Institution d'émission. Puis, il en a progressivement abandonné toutes les contraintes littérales : nom du bénéficiaire, signature manuscrite du souscripteur, échéance, montant nominal chaque fois différent.

En période de *cours libre*, le billet était seulement une créance sur l'encaisse métallique et les effets du portefeuille de la banque d'émission. À cet égard, l'article 17 de la loi du 22 avril 1806 disposait que le Conseil général de la Banque de France «*statue sur la création et l'émission des billets de banque, payables au porteur et à vue*». Celui qui recevait un billet acceptait pour débiteur la banque émettrice au lieu de la personne qui lui remettait le billet. Ce billet s'analysait comme un effet de commerce ou un titre de créance transmissible par simple tradition manuelle, étant entendu que le porteur pouvait exiger le paiement à vue d'une certaine quantité d'espèces métalliques. Le billet représentait dans ce système un droit personnel, donc un droit de créance.

En période de *cours forcé* [25], le régime en vigueur en France depuis la loi du 1er octobre 1936, on abandonne la convertibilité or du franc. La Banque de France est dispensée de l'obligation de rembourser les billets en espèces. Il en résulte que le billet ne représente plus un droit de créance depuis cette date, mais il est assimilé à un bien meuble. Un arrêt du 4 juin 1975 de la Cour de cassation a d'ailleurs refusé d'appliquer l'article 439 du *Code pénal*, qui réprime la destruction des titres, à un cas de destruction de billets [26].

---

[22] Ainsi, les lettres de change émises au Moyen Âge en contrepartie d'un dépôt monétaire ou en raison d'une dette sur l'émetteur ne contenaient pas les unités monétaires, mais permettaient seulement de faire circuler une créance d'unités monétaires, qui étaient elles-mêmes contenues dans les pièces d'or ou d'argent chez l'émetteur. Rémy Libchaber, *op. cit.*, n° 85

[23] Thierry Bonneau, *op. cit.*, n° 418, p. 260

[24] « Le statut juridique du billet de banque », article paru dans le numéro de février 1976 du *Bulletin trimestriel de la Banque de France*

[25] Le cours forcé a été établi à plusieurs reprises, pour des périodes plus ou moins longues : de 1848 à 1850, de 1870 à 1875 et de 1914 à 1928.

[26] *Bulletin de criminologie*, 1975, n° 143

En outre, le billet tire sa valeur de la volonté du législateur. Ce dernier lui a donné cours légal par la loi du 12 août 1870, qui dispose que les billets de la Banque de France « *seront reçus comme monnaie légale par les caisses publiques et par les particuliers* ». Avant cette date, le billet de la Banque de France ne tirait sa valeur que de la seule confiance accordée à l'institution émettrice. Ainsi, la Cour de cassation, dans un arrêt du 7 avril 1856, affirmait que « *le billet de la Banque de France est pure confiance* » [27]. Aujourd'hui, l'article 5 de la loi du 4 août 1993 modifiée rappelle que la Banque de France est seule habilitée à émettre les billets ayant cours légal. Tout débiteur d'une somme d'argent peut aussi se libérer en versant, en billets, un montant égal à la somme due à son créancier, lequel est obligé de les accepter comme moyen de paiement.

Le cours légal est le corollaire du cours forcé : dès lors que l'inconvertibilité des billets est décidée, il faut protéger les porteurs de ces billets en s'assurant qu'ils ne pourront se les voir refuser en paiement. Les créanciers n'acceptent un signe monétaire pour sa valeur nominale que s'ils ont la certitude de pouvoir à leur tour faire accepter cette monnaie pour la même valeur.

Ainsi, alors qu'en régime de cours libre le billet tient son pouvoir exclusivement de la confiance accordée à l'établissement émetteur, en régime de cours légal et forcé, il tient son pouvoir de la loi et de la confiance accordée à l'État.

Contrairement à tout autre bien meuble corporel, le billet de banque, véritable papier-monnaie, est dépourvu de toute valeur intrinsèque autre que numismatique.

Depuis de nombreuses années, le législateur prend des dispositions juridiques restreignant les paiements effectués au moyen de billets, sans pour autant porter atteinte au cour légal dont sont dotés les billets. Ainsi, la loi du 12 octobre 1940 modifiée fait obligation, pour certains règlements, de payer au moyen d'instruments scripturaux, et la loi de finances pour 1999 interdit d'effectuer des règlements en espèces entre particuliers, ou de particuliers à commerçants, au-delà d'un montant de 50 000 francs. La monnaie fiduciaire présente, en effet, l'inconvénient d'être un moyen de paiement anonyme, ce qui a conduit le législateur à en écarter l'emploi pour des raisons de transparence et de lutte contre les activités criminelles.

1.2.1.2. Le régime de protection de la monnaie fiduciaire

Le législateur a toujours été très vigilant contre toute tentative privée de substituer à la monnaie fiduciaire un autre moyen qui aurait l'ensemble de ses caractéristiques et avantages.

Ainsi, le décret du 25 thermidor an III a autorisé l'émission des billets au porteur [28], sauf lorsque ces billets ont pour objet « de remplacer ou de suppléer la monnaie ». La crainte du législateur était de voir apparaître des titres tirés sur des débiteurs dont la solvabilité ne pouvait être vérifiée et pouvant concurrencer les billets.

Cette vigilance se traduit aujourd'hui par une protection juridique particulière de la monnaie fiduciaire.

[27] Nicole Catala, *La nature juridique du paiement*, Thèse 1961

[28] Cette émission avait été interdite par un décret du 9 novembre 1792.

L'article 442-4 du nouveau *Code pénal* prévoit que « *la mise en circulation de tout signe monétaire non autorisé ayant pour objet de remplacer les pièces de monnaie ou les billets de banque ayant cours légal en France est punie de cinq ans d'emprisonnement et de 500 000 francs d'amende* »[29].

L'introduction et l'utilisation de signes monétaires concurrents de la monnaie fiduciaire sont donc prohibés et la monnaie fiduciaire bénéficie d'un régime de protection pénale *ad hoc*. En outre, les atteintes portées au cours légal sont sanctionnées par l'article R 642-3 du nouveau *Code pénal*, qui punit « *ceux qui auraient refusé de recevoir des pièces ou des billets de banque ayant cours légal en France selon la valeur pour laquelle ils ont cours* ».

Enfin, le billet de banque bénéficie d'un régime juridique spécifique en vertu de l'article 5 de la loi du 4 août 1993, selon lequel « *les dispositions relatives aux titres au porteur perdus ou volés ne sont pas applicables aux billets ayant cours légal* ». En cas de perte ou de vol de billets, les billets sont soumis à l'article 2279 du *Code civil*[30].

1.2.2. La monnaie scripturale

La monnaie fiduciaire n'est pas le seul support des unités monétaires. Depuis longtemps, les économistes estiment que les soldes des comptes bancaires constituent de la monnaie, car ils fonctionnent comme de la monnaie. M. Ansiaux[31], économiste belge qui est à l'origine du vocable « monnaie scripturale », définit celle-ci comme une nouvelle monnaie, différente du numéraire ou du billet, « *qui passe de compte à compte au lieu de circuler de la main à la main* ».

Le solde figurant sur un compte bancaire représente une somme d'argent, c'est-à-dire une certaine quantité d'unités monétaires (ex. : 100 000 francs) « *qui existe indépendamment des instruments monétaires dont elle fait l'addition (ex. : 200 billets de 500 francs), ou de la créance qui lui sert de véhicule dans le commerce (ex. : chèque)* [32] ». Ainsi, la monnaie scripturale peut se définir comme une somme d'argent inscrite sur un compte bancaire et qui circule de compte à compte à l'aide d'instruments de paiement scripturaux comme le chèque, le virement ou la carte bancaire. Ces instruments, comme les cartes bancaires qui étaient à l'origine qualifiées de « monnaie électronique », permettent seulement de transmettre à un établissement de crédit l'ordre de transférer des fonds sur un autre compte bancaire[33].

---

[29] L'article R 642-2 du nouveau *Code pénal* dispose au surplus que « *Le fait d'accepter, de détenir ou d'utiliser tout signe monétaire non autorisé ayant pour objet de remplacer les pièces de monnaie ou de billets de banque ayant cours légal en France, est puni de l'amende prévue pour les contraventions de 2e classe* ».

[30] L'article 2279 du *Code civil* dispose « *En fait de meuble possession vaut titre* ». Il s'applique aussi aux titres au porteur, même si ce sont des meubles incorporels. Cf. 1re Chambre civile, 2 mai 1990 inédit, concernant les bons de caisse.

[31] *Revue d'économie politique*, septembre-octobre 1912

[32] Jean Carbonnier, *Les biens*, Thémis, PUF, p. 36

[33] Elie Alfandari, « Le droit et la monnaie de l'instrument à la politique », in *Droit et Monnaie*, Litec, 1988

La qualification juridique du droit du déposant sur son compte bancaire traditionnellement retenue par la jurisprudence et la doctrine est celle d'une créance sur l'établissement qui tient le compte [34]. Cette qualification repose sur la théorie du dépôt irrégulier, selon laquelle les fonds étant des biens fongibles, leur dépôt sur un compte emporte transfert de propriété au banquier. Ce dernier est dans l'obligation de restituer, non pas les unités monétaires mêmes qui ont constitué le dépôt, mais la valeur des unités déposées (article 1927 du *Code civil*). Pour cette raison, le banquier dépositaire peut utiliser les fonds qu'il a reçus. À cet égard, l'article 2 de la loi de 1984 dispose que « *sont considérés comme fonds reçus du public les fonds qu'une personne recueille d'un tiers, notamment sous forme de dépôts*, avec le droit d'en disposer pour son propre compte*, mais à charge pour elle de les restituer* ».

L'établissement bancaire n'utilise les fonds que dans la mesure où il n'a pas eu l'ordre de les restituer ou de les transférer sur un autre compte. Certains considèrent d'ailleurs que le paiement en monnaie scripturale est précaire, car « *il ne tient qu'à la disponibilité des fonds que le banquier détient* [35] ».

Les instruments de paiement scripturaux servent seulement à donner l'ordre au banquier dépositaire du débiteur de transférer des fonds au banquier du bénéficiaire du paiement. Ainsi, à l'émission d'un chèque, même garanti par l'établissement bancaire, on ne transmet pas des fonds mais seulement une créance de somme d'argent. Le bénéficiaire du chèque doit le présenter au banquier de l'émetteur pour qu'il lui vire la somme d'argent. La jurisprudence considère que l'émission d'un chèque ne vaut paiement que dans la mesure où le chèque est payé par l'établissement bancaire du tireur [36]. Par contre, au moment où le banquier du débiteur vire des fonds sur un autre compte bancaire, il ne cède pas une créance mais bien une somme d'argent (les unités monétaires), qui sera inscrite sur le compte du bénéficiaire. La monnaie scripturale est bien une monnaie, car elle est effectivement une réserve de valeur (d'unités monétaires) que l'on peut faire circuler de compte à compte.

[34] Cependant, d'autres auteurs tendent à écarter cette qualification pour lui préférer celle de droit réel sur un compte bancaire. Le titulaire d'un compte bancaire ne serait pas seulement titulaire d'un droit de créance sur l'établissement bancaire, mais aurait un véritable droit de propriété sur ce compte et les sommes qu'il contient. Cette controverse, qui vient peut-être d'une confusion entre la propriété des unités monétaires inscrites sur le compte bancaire et la nature des relations contractuelles entre le déposant et le banquier, ne peut remettre en cause la qualification de « monnaie » scripturale qui a été consacrée aussi bien par la jurisprudence que par la doctrine, car les unités monétaires peuvent parfaitement s'incorporer sur ce support. Cf. en ce sens : *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, Christine Lassalas, Thèse 1997, LGDJ, *contra* cf. : *Le dépôt de monnaie en banque*, François Grua, D. 1998, Chronique ; Elie Alfandari, *Les droits des créanciers et des déposants d'un établissement de crédit en difficulté*, D. 1996, 33e Cahier, Chronique

[35] François Grua, *Qu'est-ce qu'un compte en banque ?*, D. 1999, 24e Cahier, Chronique, p. 24

[36] Cassation civile, 17 décembre 1927, S. 1925, I, p. 19

2. La monnaie électronique

On observe aujourd'hui le développement de nouveaux moyens de paiement, tels que la monnaie électronique, qui font disparaître entièrement l'usage du papier dans les transferts de fonds. Mario Giovanoli développe, à ce titre, dans un récent article, une vision intéressante de l'évolution des moyens de paiement, où il considère que le XXe siècle est certainement la période qui a vu le plus de bouleversements dans la sphère monétaire [37]. On distingue traditionnellement trois stades d'évolution de la monnaie : la monnaie métallique, or ou argent, la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale. À l'aune de cette distinction, la question est de savoir si ce nouveau moyen de paiement qu'est la monnaie électronique constitue une nouvelle forme juridique de monnaie (cf. 2.1.), ou bien s'avère n'être en fait qu'une autre manière de gérer de la monnaie scripturale (cf. 2.2.).

2.1. La « monnaie » électronique n'est pas une nouvelle forme juridique de monnaie

Si la monnaie électronique était une nouvelle forme juridique de monnaie, elle devrait réunir les trois fonctions de celle-ci. Elle devrait être une unité de compte (cf. 2.1.1.), être utilisée comme moyen de paiement (cf. 2.1.2.), et s'incorporer dans un instrument monétaire (cf. 2.1.3.).

2.1.1. La fonction d'unité de compte

Comme toutes les formes de monnaies, la monnaie électronique doit et peut remplir une fonction d'unité monétaire. Un commerçant n'acceptera pas d'être payé en monnaie électronique sauf s'il est convaincu que la quantité d'unités électroniques reçues du porteur représente l'équivalent de la somme d'argent qu'il aurait reçue s'il avait été payé sous la forme scripturale ou fiduciaire. Le commerçant doit pouvoir réclamer à l'émetteur une somme qui représente exactement le montant de la vente.

Les utilisateurs de cette monnaie auront confiance en elle tant qu'il y aura identité entre la valeur de la monnaie électronique et la valeur de la monnaie scripturale ou fiduciaire. Il faudrait donc éviter de voir apparaître un taux de change de la monnaie électronique vis-à-vis de la monnaie scripturale ou fiduciaire, car la fonction d'unité de compte pourrait alors être remise en cause [38].

De la même manière, la monnaie électronique ne peut pas être libellée dans une autre unité monétaire que celle fixée par l'État dans lequel elle est utilisée, ni être exprimée en unités monétaires d'origine conventionnelle. En effet, comme il a déjà été signalé (cf. 1.1.2.), l'euro est l'unité monétaire en France telle que définie par le règlement (CE) n° 974/98 du 3 mai 1998. En application conjuguée de ce texte et de celui concernant le cours légal, un commerçant peut refuser tout paiement qui lui serait proposé dans une autre devise. Pour autant, cela ne signifie pas qu'un commerçant ne pourrait en aucun cas accepter conventionnellement un paiement dans une autre devise.

[37] Mario Giovanoli, « Virtual Money and Global Financial Market: Challenges for Lawyers », *Yearbook of International Financial and Economic Law*, 1998

[38] Jean-Michel Godeffroy et Philippe Moutot, « Monnaie électronique : enjeux prudentiels et impact sur la politique monétaire », *Revue d'économie financière*, n° 53

Cependant, selon la jurisprudence de la Cour de cassation en date du 17 février 1937, « *il est de principe (...) que tout paiement fait en France, quelle qu'en soit la cause, doit être effectué en monnaie française* » [39]. Cette jurisprudence doit toutefois être limitée aux paiements dit internes et non pas aux paiements internationaux, en raison d'une autre jurisprudence de la Cour en date du 17 mai 1927, dite jurisprudence « Matter » [40].

Les enregistrements électroniques sur la puce du porte-monnaie doivent représenter, en France, l'unité monétaire utilisée sur le territoire français (euro). On ne pourrait pas utiliser un PME dont les valeurs électroniques seraient libellées dans une autre unité monétaire, pour éteindre une dette libellée dans l'unité monétaire euro (bien entendu, pendant la période transitoire, on peut également utiliser l'unité monétaire franc).

2.1.2. Un moyen de paiement original

2.1.2.1. Le système de paiement en monnaie électronique constitue bien une nouvelle génération de moyens de paiement, génération qui présente cependant des caractéristiques originales par rapport aux instruments de paiement scripturaux.

En effet, l'architecture du système s'articule de la manière suivante.

- Des unités électroniques sont chargées sur un porte-monnaie (PME) en échange d'une somme d'argent versée à l'émetteur.

- Le paiement se traduit par un transfert de ces unités du PME du porteur-consommateur vers la carte du commerçant et entraîne une opération de débit/crédit du solde de chacun de ces deux PME.

- Le solde inscrit sur le support représente le montant de la somme d'argent que son porteur peut réclamer à l'émetteur. En effet, l'émetteur s'est engagé à convertir ce solde en monnaie scripturale ou fiduciaire, que ce soit à la demande du porteur ou du commerçant.

- L'intérêt pour l'émetteur d'un tel système est de capter et d'investir des fonds versés sur un compte, dont le solde créditeur découle du décalage temporel entre le versement des fonds par les porteurs et le paiement ou le remboursement de la monnaie électronique aux commerçants ou aux porteurs [41].

La logique de ce système de paiement présente plusieurs originalités par rapport aux solutions classiques.

D'une part, pour l'émetteur, les fonds reçus ne sont pas inscrits au nom du porteur-consommateur du support. Ils ne sont pas dus, non plus, à un commerçant identifié. Ainsi, la première originalité tient à ce que *la dette de l'émetteur n'est pas assimilable à celle du banquier dépositaire envers le déposant.*

D'autre part, *le paiement entraîne une modification instantanée des soldes des PME.* Ce n'est pas l'émetteur qui va réaliser cette modification. C'est là la seconde originalité du système par rapport aux chèques ou à la carte bancaire. En effet, la remise au commerçant d'un chèque ou le paiement par carte bancaire n'entraîne pas une imputation immédiate sur le compte du bénéficiaire du paiement. Seule la présentation de l'instrument de paiement au banquier du débiteur entraîne un crédit sur le compte du bénéficiaire.

---

[39] Cassation Chambre des requêtes, 17 février 1937, S. 1938, p. 140

[40] Cassation, 1re Chambre civile, 17 mai 1927, S. 1928 p. 25

[41] Jean-Michel Godeffroy et Philippe Moutot, *op. cit.*

Enfin, un paiement en monnaie scripturale se traduit par une opération de transfert de fonds qui se réalise par le débit sur le compte du débiteur et de crédit sur le compte du créancier [42]. Dans le cas du porte-monnaie électronique, le paiement en monnaie électronique ne se traduit pas par un transfert de fonds. Les fonds ont déjà été versés à l'émetteur par une opération de débit sur le compte du débiteur, ou le versement de monnaie fiduciaire, en contrepartie du chargement de la carte du débiteur. L'émetteur restitue les fonds par une opération de crédit sur le compte du créancier, ou par un versement d'espèces, après que ce dernier ait demandé la conversion des unités électroniques qu'il aura reçues en paiement.

Le commerçant détient sur l'émetteur une créance de conversion des unités électroniques inscrites sur sa carte (ou terminal de paiement électronique — TPE). Il n'y a donc pas d'incertitude sur son règlement tenant à la solvabilité du consommateur. Vis-à-vis de ce dernier, le commerçant est définitivement payé. Son règlement ne dépend que de la solvabilité de l'émetteur. Les unités électroniques sont donc bien un instrument de paiement, puisqu'elles éteignent la dette née entre le commerçant et le consommateur. La nouveauté réside dans l'absence d'incertitude quant à l'existence de la provision du paiement. C'est une caractéristique qui résulte de la technique du prépaiement.

2.1.2.2. En raison de ces éléments, la monnaie électronique est parfois présentée comme une alternative à la monnaie fiduciaire. En effet, elle se transmet manuellement, sous réserve de manipulation électronique, elle permet de réaliser un paiement libératoire et elle n'exige aucun lien avec un compte bancaire. Tout se passe comme si on avait donné conventionnellement à la monnaie électronique un régime juridique identique à celui de la monnaie fiduciaire.

Toutefois, cette analyse fait peu de cas du régime légal dont est assortie la monnaie fiduciaire et de son régime de protection, lequel empêche l'émission de tout signe monétaire ayant vocation à se substituer à celle-ci. La monnaie fiduciaire a une spécificité qui résulte de la loi et que, par définition, en l'état actuel des textes, ne peut pas avoir la monnaie électronique. De plus, comme nous allons le démontrer ci-dessous, la monnaie électronique est avant tout un droit sur une somme d'argent. Au contraire, les billets de la Banque de France étant qualifiés de biens meubles corporels depuis le régime du cours forcé, ils représentent bien plus qu'une simple créance de somme d'argent. Il n'y a donc juridiquement aucune assimilation possible entre la monnaie électronique et la monnaie fiduciaire.

Si la monnaie électronique est un moyen de paiement original et une unité de compte, elle doit aussi être, pour constituer une nouvelle forme juridique de monnaie, un nouvel instrument monétaire au même titre que le billet de banque ou le compte bancaire.

2.1.3. Un nouvel instrument monétaire ?

Jusqu'à présent, la monnaie (au sens d'unités monétaires) était incorporée dans trois instruments monétaires : les pièces métalliques et les billets de banque (monnaie fiduciaire), et dans les comptes bancaires (monnaie scripturale). En effet, c'est à partir du moment où les billets ont été dotés du cours légal, donc déclarés inconvertibles en or et tirant leur valeur de leur seule valeur faciale, qu'ils ont été considérés comme une véritable monnaie. Les soldes figurant sur les comptes bancaires ont été qualifiés de « monnaie scripturale » à partir du moment où l'on a réalisé qu'ils pouvaient être transférés de compte en compte sans être convertis en monnaie fiduciaire. Pour considérer la monnaie électronique comme une nouvelle forme juridique de monnaie, elle doit aussi remplir cette fonction d'instrument monétaire.

---

[42] Selon la jurisprudence, le créancier est payé au moment de l'inscription de la somme au compte. Cassation 1re Chambre civile 23 juin 1993, *Revue trimestrielle de droit commercial* 1993, p. 694, obs. Henri Cabrillac et Bernard Teyssié

2.1.3.1. On entend par là que les unités électroniques qui s'échangent entre porteurs et commerçants doivent aussi représenter une réserve de valeur équivalente à celle que peuvent représenter les billets et pièces métalliques ou les soldes figurant sur les comptes des établissements de crédit.

Or, ces unités électroniques peuvent être qualifiées de deux manières. Soit ce sont des biens corporels, soit ce sont des biens incorporels.

Les unités électroniques ne peuvent être qualifiées de biens corporels, car elles ne sont pas matérialisées. Elles entrent donc dans la catégorie des biens incorporels. On distingue traditionnellement au sein de cette catégorie, les droits réels comme la propriété qui frappent une chose et qui s'imposent à tous, ce sont les « propriétés » incorporelles, et les droits personnels ou droits de créance, opposables seulement aux personnes liées par ces droits l'une à l'autre [43].

En vertu de cette distinction, soit la monnaie électronique est une « propriété » incorporelle, soit c'est une créance.

Compte tenu du fait que la monnaie électronique ne dispose pas du régime du cours légal ou forcé, le porteur de cette monnaie doit toujours avoir le droit de demander à l'émetteur la conversion des unités électroniques contenues dans le PME, en monnaie fiduciaire ou scripturale. Aucun commerçant n'accepterait en effet d'être payé avec ce système de paiement s'il n'avait pas l'assurance de pouvoir échanger les unités électroniques auprès de l'émetteur, c'est-à-dire si la monnaie électronique n'était pas assortie d'un droit de créance sur l'émetteur. La monnaie électronique est donc toujours assortie d'un droit de créance sur l'émetteur.

La question est donc finalement celle de savoir si la monnaie électronique est une « propriété » incorporelle assortie d'un droit de créance qui en serait l'accessoire, ou si elle est seulement une créance sur l'émetteur.

Or, la monnaie électronique n'a pas une valeur autonome, indépendamment de la valeur de la créance sur une somme d'argent qu'elle représente.

La preuve en est que si l'émetteur ne pouvait plus convertir ces unités électroniques en monnaie scripturale ou fiduciaire, les commerçants n'accepteraient plus cette monnaie. Les unités électroniques ne tirent, en effet, leur valeur que de l'existence de la créance sur l'émetteur. Le paiement en monnaie électronique a seulement pour effet de transférer entre le débiteur (consommateur) et le créancier (commerçant) un droit sur une somme d'argent.

2.1.3.2. En outre, du point de vue de l'émetteur, il n'y a pas de transfert de somme d'argent au moment du paiement entre le consommateur et le commerçant.

L'émetteur de monnaie électronique détient sur un compte global unique la totalité de la somme d'argent reçue en contrepartie des unités électroniques qu'il a émises. Le paiement d'un achat par le consommateur au commerçant au moyen des unités électroniques n'entraîne pas chez l'émetteur un transfert de la somme d'argent susvisée. La situation est d'ailleurs la même que dans un virement entre deux comptes bancaires dans une même agence. L'agence détient toujours la même somme d'argent après l'exécution du virement. Seul le créancier de cette somme a changé. La seule différence entre le cas du virement et celui du paiement à l'aide des unités électroniques est que l'émetteur ne connaît pas son nouveau créancier tant que celui-ci ne demande pas la conversion des unités électroniques.

[43] René Savatier, « Essai d'une présentation nouvelle des biens incorporels », *Revue trimestrielle de droit commercial*, 1958, p. 331

En effet, dans le système de paiement en monnaie électronique, il y a transfert de somme d'argent :

– entre le commerçant et l'émetteur au moment où le commerçant demande la conversion des unités électroniques qu'il a acceptées en paiement ;

– entre l'émetteur et le consommateur au moment du chargement et rechargement de la carte ;

– le cas échéant, entre l'émetteur et le porteur (consommateur) si ce dernier demande le remboursement des unités électroniques inscrites sur son support.

En conclusion, c'est le compte global de l'émetteur qui joue la fonction de réserve de valeur. Les unités électroniques représentent seulement une créance sur ce compte, donc une créance de monnaie scripturale. Elles ne sont pas une nouvelle forme d'instrument monétaire mais seulement un nouveau moyen de paiement. À cet égard, elles peuvent être qualifiées de titre de créance.

On notera que la nature juridique de la monnaie électronique n'a pas de raison de changer selon les caractéristiques des systèmes. En effet, si certains systèmes prévoient que la monnaie électronique doit remonter vers l'émetteur dès son premier usage chez un commerçant avant de repartir dans le circuit de paiement, d'autres prévoient que les unités électroniques circulent plusieurs fois dans le système avant de remonter vers l'émetteur [44]. Certains estiment que dans ces systèmes la monnaie électronique serait une vraie monnaie, car les utilisateurs la considéreraient comme ayant une valeur propre. Or, même si ces titres circulent plusieurs fois, ils ne représenteront toujours qu'une créance sur l'émetteur. De plus, en raison des risques de fraude ou de contrefaçon, les émetteurs devront comparer en permanence le montant d'unités électroniques présent dans le système au montant émis. Cela supposera de faire remonter les unités électroniques régulièrement vers l'émetteur. La monnaie électronique n'est pas prête à circuler dans un système parfaitement hermétique, complètement autonome par rapport au système de paiement en monnaie scripturale ou fiduciaire.

2.2. La « monnaie » électronique est un nouveau titre de créance

On a vu que la monnaie électronique était un droit de créance sur une somme d'argent. Cette créance circule de support en support (de PME en PME) jusqu'au moment où elle est convertie chez l'émetteur. Les unités électroniques remplissent, semble-t-il, une double fonction : celle de faire constater un droit vis-à-vis de l'émetteur et celle d'apporter la preuve que le porteur du PME sur lequel sont enregistrées les unités électroniques est bien le titulaire de la créance [45]. Les unités électroniques sont donc plus que de simples créances et l'on doit préférer à leur égard la qualification de titres au porteur, que la doctrine s'accorde à appeler dorénavant titres anonymes par opposition aux titres nominatifs. Les unités électroniques présentent, en effet, toutes les caractéristiques de titres anonymes incorporés dans un support électronique, dont la circulation réalise un paiement libératoire.

[44] Ce sont notamment les sytèmes qui permettent le transfert d'unités électroniques entre PME appartenant à des porteurs-consommateurs. En revanche, il n'existe pas, à notre connaissance, de systèmes qui permettent aux commerçants de réutiliser les unités électroniques auprès d'autres commerçants ou particuliers.

[45] Cf. Philippe Goutay, « La dématérialisation des valeurs mobilières », *Bulletin Joly Sociétés*, avril 1999, n° 4

2.2.1. L'émission des unités électroniques

L'opération d'émission trouve sa source dans le contrat entre l'émetteur du titre de créance et son détenteur. Le titre anonyme se présente comme un titre sans indication de créancier, par lequel le débiteur s'engage à payer celui qui sera le détenteur matériel du titre le jour de l'échéance [46]. La validité de tels « titres » est reconnue par le décret du 25 thermidor an III (12 août 1795) [47] et leur émission est permise même en l'absence de disposition législative expresse [48]. L'émission d'un titre de créance n'est pas qualifiée de prêt ni de dépôt. C'est une opération spécifique d'émission de titres [49], qui se réalise, pour la monnaie électronique, lors de l'opération de versement de fonds contre inscription d'unités électroniques sur le PME.

2.2.2. Le régime de la circulation des unités électroniques

Si la monnaie électronique n'était qu'une simple créance sur l'émetteur, la cession de celle-ci ne serait opposable aux tiers que par la signification au débiteur par voie d'huissier ou par acceptation dans un acte authentique, selon les dispositions de l'article 1690 du *Code civil* [50] qui fixe le régime général de la cession de créance. Le débiteur, c'est-à-dire l'émetteur, pourrait donc, à défaut d'une telle formalité, refuser de s'acquitter de sa dette entre les mains de porteurs commerçants ou non commerçants, ce qui rendrait le régime impraticable. Certes, la jurisprudence semble favorable à ce que, conventionnellement, le débiteur accepte la cession par acte sous seing privé, mais celle-ci demeurerait alors inopposable aux tiers [51].

En revanche, si cette créance, incorporée dans un acte qui la constate, est assortie d'une clause de négociabilité, elle permet au créancier de transmettre ses droits à un tiers par la simple voie de transfert. La négociabilité est, selon Didier Martin, «*l'aptitude d'un titre à être cédé par un procédé simplifié du droit commercial, c'est-à-dire par simple remise assortie ou non d'un endossement* [52] ».

Le régime juridique de ce nouveau titre anonyme sera en grande partie fixé par les contrats signés par les porteurs et les commerçants avec les banques intermédiaires et/ou l'émetteur. En effet, aucune disposition spécifique du *Code de commerce* ne les concerne et on ne saurait soumettre ces titres à la réglementation de la lettre de change ou du billet à ordre [53].

---

[46] Christian Gavalda et Jean Stoufflet, *Droit du crédit 2* ; 3e éd., p. 177

[47] Décret qui permet de souscrire et mettre en circulation de gré à gré des effets au porteur (I, *Bulletin 172*, n° 1028, B. 57, 140) « *La Convention nationale décrète que, dans la prohibition, portée par l'article 22 du décret du 8 novembre 1792, de souscrire et mettre en circulation des effets et billets au porteur n'est pas comprise la défense de les émettre lorsqu'ils n'ont point pour objet de remplacer ou suppléer la monnaie...* »

[48] La loi du 15 juin 1976 ayant seulement interdit l'émission des grosses notariées, on en déduit la licéité de principe des titres civils au porteur.

[49] Par exemple, concernant le chèque de voyage, qui est un instrument similaire, un arrêt du 27 novembre 1991 de la Cour d'appel de Paris précise « *l'organisme émetteur de* traveller's cheques *n'acquiert la qualité d'émetteur qu'à partir du moment où un client achète des chèques de voyage, soit à ses guichets, soit à ceux d'un de ses agents émetteurs, soit encore à ceux d'un changeur agréé par l'un d'eux, seul cet acte d'achat, qui implique le versement d'une somme égale à la valeur nominale du titre, faisant naître des obligations, notamment à la charge de celui qui est devenu émetteur* ».

[50] Cet article dispose que « *Le cessionnaire n'est saisi à l'égard des tiers que par la signification du transport faite au débiteur. Néanmoins, le cessionnaire peut être également saisi par l'acceptation du transport faite par le débiteur dans un acte authentique* ».

[51] Christine Lassalas, Thèse précitée

[52] Didier R. Martin, *Du titre et de la négociabilité* (à propos des pseudo-titres de créances négociables), D. 1993, Chroniques

[53] Rouen, 14 juin 1963, D. 1963, J, p. 636

En outre, la qualification de titre anonyme présente l'avantage de voir l'émetteur soumis à la règle de l'inopposabilité des exceptions, puisqu'il s'est engagé à payer tout porteur. Ce principe résulte d'un arrêt du 31 octobre 1906 de la Cour de cassation qui a décidé « *dans les bons au porteur, le débiteur accepte d'avance pour ses créanciers directs tous ceux qui en deviendront successivement porteurs, qu'il suit de là que le porteur est investi d'un droit qui lui est propre et n'est passible, s'il est de bonne foi, que des exceptions qui lui sont personnelles ou qui résultent de la teneur de l'acte* » [54].

2.2.3. L'effet libératoire du paiement

Le faible montant des transactions concernées par ces systèmes et la difficulté de connaître l'identité des porteurs sont des éléments qui justifient que les commerçants acceptant d'être payés avec ce moyen de paiement acceptent aussi que les porteurs consommateurs soient libérés par la seule remise de monnaie électronique. Ce type de paiement libératoire est possible dès lors qu'il répond aux conditions de la délégation novatoire [55].

En effet, le paiement par le seul transfert d'une créance de somme d'argent n'emporte pas « *par lui-même extinction de la dette du cédant envers le cessionnaire* » [56]. Pour que le paiement soit réellement libératoire, il faut que le créancier accepte de décharger son premier débiteur. Ceci résulte des dispositions de l'article 1275 du *Code civil* qui énonce que « *la délégation, par laquelle un débiteur donne au créancier un autre débiteur qui s'oblige envers le créancier, n'opère point de novation si le créancier n'a expressément déclaré qu'il entendait décharger son débiteur qui a fait la délégation* ». La seule incertitude qui demeure alors est la manière dont le commerçant doit exprimer sa volonté de libérer le porteur-consommateur. En effet, certains auteurs, comme MM. Malaurie et Aynes, préconisent que cette volonté doit résulter d'une manifestation expresse et qu'elle ne se présume point. D'autres, cependant, estiment que rien de justifie, en la matière, l'exigence formaliste d'une déclaration expresse et qu'une volonté tacite doit être tenue pour suffisante pourvu qu'elle soit certaine [57]. Donc, il pourrait suffire que les contrats conclus entre l'émetteur et les commerçants contiennent des dispositions relatives au paiement libératoire pour caractériser la volonté de l'*accipiens* de libérer le porteur.

2.2.4. Un titre de créance nouveau ?

2.2.4.1. L'originalité des unités électroniques en tant que titres anonymes doit être tempérée, car celles-ci partagent de fortes similitudes avec le chèque de voyage. En effet :

– ces deux moyens de paiement sont sans lien avec le compte bancaire du débiteur, donc ce ne sont pas des instruments de paiement scripturaux. Les porteurs de ces titres n'ouvrent pas de compte chez l'émetteur ;

[54] Chambre civile, 31 octobre 1906 ; D.P. 1908, I. 497 ; S. 1908, 305, note Lyon-Caen

[55] La délégation est l'opération juridique par laquelle un débiteur, le délégant, obtient d'un tiers délégué, généralement son propre débiteur, qu'il s'oblige envers son créancier, le délégataire, et que ce dernier le décharge, corrélativement, de sa propre obligation.

[56] Cassation commerciale, 23 juin 1992, *Bulletin civ.* IV, n° 245

[57] Marc Billau, *La délégation de créance*, Bibliothèque de droit privé, Tome 207 ; ainsi que *Juris-classeur* civil,
fascicule 104, *Contrats et obligations-délégation*, par Philippe Simler

– le système d'émission est le même : on verse une somme d'argent à un émetteur qui émet en contrepartie des titres permettant de payer des biens auprès d'un réseau de commerçants ;

– par ailleurs, le chèque de voyage contient la plupart du temps une clause à ordre lui permettant de circuler librement, sans respecter les formalités de la cession de créance.

La Cour de cassation a qualifié le chèque de voyage dans un arrêt du 16 janvier 1963 [58] : « *Le chèque de voyage, qui exprime un engagement de payer contracté par le banquier émetteur, constitue non un billet de banque, mais un titre de créance à vue ou à court terme* ».

Un arrêt de la Chambre criminelle du 8 novembre 1950 [59] avait auparavant estimé que les chèques de voyage « *s'ils en ont les apparences extérieures, ne répondent pas à la qualification juridique du chèque et expriment non pas un mandat mais seulement un engagement de payer contracté par le banquier émetteur* ».

Le chèque de voyage, transmissible par endossement, répond à la définition du titre constatant un droit qu'il est censé incorporer dans sa substance [60]. La doctrine est simplement réservée sur la possibilité pour ces chèques de circuler en blanc, c'est-à-dire par la simple tradition manuelle : si tel était le cas, le chèque de voyage pourrait être assimilé au billet de banque, ce qui en ferait en France un moyen de paiement illicite en raison des dispositions précitées et notamment celles du *Code pénal* qui interdisent la mise en circulation de signes monétaires non autorisés ayant pour objet de remplacer les billets de banque ayant cours légal (article 442-4 du NCP précité) [61].

2.2.4.2. Toutefois, à la différence du chèque de voyage, la monnaie électronique est un titre anonyme incorporé dans un microprocesseur et non pas sur un support papier. Ce ne serait pas la première fois que la sphère juridique reconnaîtrait l'incorporation d'un droit dans une inscription puisque le décret du 2 mai 1983 relatif au régime des valeurs mobilières énonce dans son article premier que « *les titres de valeurs mobilières ne sont plus matérialisés que par une inscription au compte de leur propriétaire* » [62]. En conséquence, la dématérialisation des valeurs mobilières ne semble pas avoir fait disparaître le titre anonyme, lequel conserve sa faculté d'être opposable sans condition [63].

---

[58] D. 1963, p. 517, note Despax ; *Banque*, 1964, p. 115, obs. Xavier Marin

[59] *Revue trimestrielle de droit civil*, 1956, p. 91 ; *Banque*, 1956, p. 41, obs. Xavier Marin

[60] Si le chèque de voyage ne comporte pas de clause à ordre, il ne peut circuler que par la voie de la cession de créance. Toutefois, la quasi-totalité des chèques de voyage comportent une clause à ordre qui permet l'endossement du titre. L'endossement se réalise par l'apposition, par le preneur, d'une seconde signature, la comparaison entre cette signature et celle qui a été apposée sur le titre lors de la création étant destinée à éviter la circulation de chèques de voyage volés. Bien que le problème ne se soit jamais posé, on doit considérer que cet endossement produit tous les effets de l'endossement d'un titre à ordre. Le bénéficiaire de l'endossement bénéficie alors de la purge des exceptions personnelles et l'endosseur devient garant solidaire du paiement du titre.

[61] L'objet de cette étude n'est pas d'analyser la légalité de ce type de chèques de voyage, pas plus qu'elle ne se penchera sur la légalité de la monnaie électronique.

[62] Décret n° 83-359 du 2 mai 1983, *Journal officiel* du 3 mai 1983, p. 1359. Cf. aussi Didier R. Martin, « De la monnaie », Mélanges en l'honneur de Henry Blaise. Cependant, il ne semble pas utile que la dématérialisation soit consacrée par un texte législatif.

[63] Philippe Goutay, « Titre négociable et opposabilité », Mélanges Association européenne pour le droit bancaire et financier (AEDBF), 1997

La monnaie électronique semble être une nouvelle forme « dématérialisée » de titre de créance. Cependant, un rapport très complet du Conseil national du crédit et du titre datant de 1997 [64] a défini la dématérialisation comme « *tout simplement le processus par lequel la manipulation de papier est supprimée* ». Or, la monnaie électronique est bien un instrument d'une nature juridique particulière créé comme tel et non la dématérialisation d'une forme classique d'instrument papier existant antérieurement. C'est pour cette raison que nous retiendrons plutôt l'idée selon laquelle la monnaie électronique est un titre de créance non pas dématérialisé, mais « *incorporé dans un instrument électronique* », dont la circulation réalise un paiement libératoire.
La monnaie électronique n'est donc pas une nouvelle forme de monnaie mais un titre de créance qui permet de faciliter la circulation de la monnaie scripturale. Le système de paiement en monnaie électronique est une nouvelle manière de gérer de la monnaie scripturale, dans lequel le moyen de paiement est une carte chargée d'unités électroniques. D'un point de vue juridique, chaque unité électronique est donc *un titre de créance incorporé dans un instrument électronique et accepté comme un moyen de paiement par des tiers autres que l'émetteur.*

Le succès des projets dépendra très largement de la confiance que les utilisateurs accorderont à l'efficacité de ce nouveau moyen de paiement et à la solvabilité de son émetteur. À cet égard, ce dernier, en tant qu'intermédiaire dans des opérations de transfert de fonds, gère un moyen de paiement et doit avoir, en vertu de l'article premier de la loi bancaire, un statut d'établissement de crédit [65]. De même, au niveau européen, la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil « concernant l'accès à l'activité des institutions de monnaie électronique et son exercice, ainsi que la surveillance prudentielle de ces institutions » pourrait inclure les émetteurs dans la catégorie des établissements de crédit, afin de les assujettir aux directives de coordination bancaires de 1977 et 1989, à la directive de 1991 relative au blanchiment de capitaux, ainsi qu'à des mesures de surveillance prudentielle.

[64] *Rapport du CNCT*, « Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres », mai 1997

[65] L'article premier de la loi de 1984 stipule que « *les établissements de crédit sont des personnes morales qui effectuent à titre habituel des opérations de banque. Les opérations de banques comprennent la réception de fonds du public, les opérations de crédit, ainsi que la mise à disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement.* ».

La préparation à l'an 2000 de la place de Paris

La prévention du bogue de l'an 2000 (cf. encadré 1) a suscité de nombreuses initiatives internationales, visant à renforcer la sensibilisation de la communauté bancaire et financière. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance et l'Organisation internationale des commissions de valeurs se sont ainsi regroupés au sein du Joint Year 2000 Council*, afin de suivre la préparation des différents acteurs. En complément, et sur l'initiative des principales banques internationales, le* Global 2000 Co-ordinating Group *favorise les échanges d'information entre spécialistes du domaine.*

Face à l'enjeu, la Banque de France, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises de marché et les différents systèmes interbancaires mobilisent chacun d'importantes équipes depuis plusieurs années pour adapter leurs systèmes au passage à l'an 2000. Jusqu'au 1er janvier 1999, ces travaux ont été menés parallèlement aux tâches de préparation à la monnaie unique. De fait, si la préparation au changement de millénaire présente un caractère essentiellement technique, alors que l'introduction de l'euro impliquait des modifications fonctionnelles, les deux projets se recouvrent largement (organisation, méthodes et tests), d'où des économies d'échelle.

Compte tenu de l'interdépendance des différents acteurs, le passage à l'an 2000 représente également un enjeu collectif. Aussi, au cours de l'année 1998, la place de Paris a-t-elle créé un certain nombre de structures afin de suivre la préparation collective et de limiter les risques de défaillance systémique. Les actions engagées répondent, entre autres, à un impératif capital : assurer la parfaite continuité des systèmes de paiement et des opérations de marché. Ces actions ne concernent pas d'autres aspects du passage à l'an 2000, tel l'approvisionnement en billets de banque face à une demande accrue, qui est traité par la Caisse générale de la Banque de France au sein d'autres instances.

Michel SPIRI
Christian MASSON
Groupe de suivi technique An 2000
Afecei/Banque de France

1. Les missions et l'organisation du suivi de place

1.1. Organisation du suivi de place

Les travaux sont coordonnés au sein d'un dispositif co-dirigé par la Banque de France et l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (Afecei). Ce dispositif, qui illustre la forte tradition de l'interbancarité en France, reprend l'organisation mise en place pour la préparation du passage à la monnaie unique, avec :

– le *groupe de concertation de place*, présidé par le gouverneur Hannoun, qui coordonne l'ensemble des travaux réalisés par la place bancaire et financière et constitue un lien avec les autres acteurs économiques ;

– un *comité de pilotage Afecei/Banque de France*, co-présidé par MM. Redouin et Simon, qui fixe les modalités pratiques du suivi ;

– un *groupe de suivi technique Afecei/Banque de France*, animé par M. Spiri, qui est chargé de suivre l'état de préparation des systèmes et de leurs participants. Ce groupe bénéficie de l'appui d'un grand cabinet de conseil international.

1.2. Définition du périmètre de la mission

Le groupe de suivi technique Afecei/Banque de France supervise la préparation de l'ensemble de la place à l'an 2000, tant pour les systèmes de paiement que pour les systèmes de titres. Treize systèmes interbancaires critiques, c'est-à-dire dont le dysfonctionnement entraînerait une perturbation grave pour la place, sont plus particulièrement suivis. La situation interne de chacun de ces systèmes, mais aussi l'état de préparation de leurs participants directs (établissements de crédit ou entreprises d'investissement) sont analysés.

Les travaux du groupe de suivi sont conduits en étroite collaboration avec le Comité français d'organisation et de normalisation bancaires (CFONB) et avec la Commission bancaire. Celle-ci contrôle la préparation individuelle des établissements de crédit, notamment au travers d'enquêtes spécialisées sur place et de questionnaires adressés périodiquement à l'ensemble des banques. La Commission bancaire redistribue directement l'information collectée aux établissements. Elle suit avec attention les points qui restent à améliorer ; elle peut également utiliser toute la gamme des recommandations et sanctions prévues par la loi bancaire (cf. encadré 2). Les contacts du groupe de suivi technique avec la mission Théry, chargé par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie de sensibiliser la communauté nationale au passage à l'an 2000, permettent de disposer d'une vision sur l'état de préparation général des infrastructures. En retour, la mission Théry est tenue informée de l'état de préparation de la place.

2. Les grandes étapes du suivi de place

2.1. La mise au point d'une stratégie de tests et d'un calendrier de place

Les tests internes, menés par chaque acteur, doivent être complétés par des tests externes, afin de valider les échanges entre partenaires. On distingue ainsi trois niveaux de tests :

– les tests internes, incombant à chaque établissement financier et à chaque système de place, visent à valider en interne la conformité du système d'information et des systèmes techniques (logistique) au passage à l'an 2000. Seuls les établissements et systèmes ayant achevé leurs tests internes peuvent participer à des tests externes ;

– les tests multilatéraux, qui consistent à échanger des flux entre un système et ses participants, ou entre plusieurs systèmes. Les tests sont coordonnés au sein de deux domaines, titres et paiements, en fonction de la durée des cycles d'opérations ;

– les tests de place, caractérisés par des échanges entre l'ensemble des acteurs des domaines titres et paiements sur la base d'un calendrier An 2000 commun. Leur objectif est de démontrer la capacité de la place à fonctionner dans un environnement An 2000. Ainsi, le calendrier diffusé par l'Afecei et la Banque de France prévoyait cinq répétitions générales communes aux principaux systèmes (gérés par la Banque de France, la CRI, Sicovam SA, ParisBourse SA et le GSIT) entre les mois de mai et de septembre 1999. La participation à un test de place du passage au 1er janvier 2000 et à un test de place du passage au 29 février 2000 était obligatoire pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement.

Ces tests nationaux ont été complétés par les tests organisés dans le cadre du Système européen de banques centrales, ainsi que par le test mondial des 12 et 13 juin 1999.

2.2. La mise en place du suivi

De même que pour l'euro, des jalons communs ont été définis pour les principaux systèmes interbancaires, afin de suivre la progression de leurs projets An 2000. Les systèmes diffusent mensuellement des informations sur l'adaptation de leurs logiciels et de leurs matériels, sur la disponibilité d'une plate-forme de tests pour les utilisateurs externes du système, sur l'élaboration des plans de continuité des activités… Des rencontres avec les gestionnaires des systèmes sont également régulièrement organisées.

Parallèlement, les informations transmises par les systèmes permettent d'évaluer la préparation et la participation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement aux tests multilatéraux et de place. Ce suivi ne concerne pas l'état général de préparation d'un établissement à l'an 2000, du ressort de la Commission bancaire, mais uniquement les interfaces entre l'établissement et ses partenaires extérieurs.

Les informations sont ensuite consolidées dans des tableaux de bord qui fournissent une vue d'ensemble de la préparation de la place et permettent de lancer les éventuelles actions correctrices.

2.3. Les plans de continuité des activités

Quelle que soit la qualité de la préparation des acteurs, l'apparition de dysfonctionnements ne peut être totalement exclue. Le dispositif Afecei/Banque de France veille donc à ce que les systèmes et leurs participants élaborent des plans de continuité des activités An 2000. Ces plans doivent comprendre un plan de passage (organisation et procédures mises en place pour contrôler le passage à l'an 2000) et un plan de secours (organisation, procédures et moyens à mettre en œuvre en cas de sinistre déclaré).

Le groupe de suivi technique centralise les plans de continuité des principaux systèmes et s'assure de leur cohérence.

S'agissant des plans de passage, les systèmes prévoient la réalisation de tests internes et externes entre le 31 décembre 1999 et le 3 janvier 2000, date de réouverture des marchés. Les systèmes de titres ont annoncé une pré-ouverture de leurs environnements de production dès le dimanche 2 janvier 2000. Pour les systèmes de paiement, un démarrage anticipé et graduel des échanges est prévu le 3 janvier 2000, afin de prévenir des anomalies massives en cas de problème.

Les plans de secours ont été révisés pour s'assurer qu'ils traitent bien les risques spécifiques de l'an 2000. Ces plans sont régulièrement testés. Des tests dans des environnements An 2000 sont soit achevés soit programmés. Les plans de secours ont un triple objectif : permettre à chaque système interbancaire de fournir le niveau de services attendu ; limiter le risque systémique pour la place ; assurer la disponibilité d'une liquidité suffisante.

À titre préventif, et dans la logique de la décision prise pour *Target* par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, l'ensemble des systèmes interbancaires français ont annoncé leur fermeture le 31 décembre 1999, à l'exception du système interbancaire d'autorisation cartes (RCB : Réseau cartes bancaires). Ce dernier véhicule les autorisations nécessaires aux retraits aux distributeurs de billets ainsi qu'aux paiements par carte dans le commerce. Il restera ouvert sans interruption. Par ailleurs, l'Afecei a recommandé à ses membres de fermer au public les guichets bancaires le 31 décembre 1999 et, plus généralement, d'éviter toute opération se dénouant le 31 décembre 1999, de façon à sécuriser le passage à l'an 2000.

3. La situation de la place de Paris en octobre 1999

L'état de préparation générale des systèmes et de leurs participants est jugé satisfaisant, au vu du résultat des enquêtes mensuelles menées auprès des systèmes et au vu des résultats des tests.

Conformément au calendrier de tests publié à la fin de l'année 1998, la communauté bancaire et financière a organisé entre les mois de mai et septembre cinq tests de place, trois pour le passage à l'an 2000 et deux pour le passage au 29 février 2000.

À cet effet, tous les systèmes interbancaires ont offert à leurs utilisateurs des plates-formes de tests complètes, identiques aux applications et matériels qui seront en production le 31 décembre 1999. S'agissant des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, la participation cumulée aux tests est égale ou très proche de 100 % pour l'ensemble des systèmes.

La France s'est également associée au test mondial organisé les 12 et 13 juin 1999 par la *New York Clearing House*. Ce test, qui a rassemblé trente-cinq systèmes interbancaires nationaux et internationaux, dont cinq français, portait sur les opérations domestiques et transfrontière ; il a démontré la capacité des systèmes interbancaires à assurer la continuité des échanges de fonds internationaux lors du passage à l'an 2000.

Au total, seule la situation des TPE (terminaux de paiement électronique) reste préoccupante. À la fin du mois de septembre 1999, un nombre important de terminaux devaient encore être adaptés à l'an 2000. Le GIE Cartes bancaires mène toutefois une campagne active de communication à destination des commerçants, en liaison avec les établissements de crédit. Le rythme des mises à jour ne cesse de progresser et la situation devrait être rétablie d'ici le mois de décembre 1999.

4. Le dernier trimestre 1999

Les travaux d'adaptation et les tests sont désormais achevés. La place de Paris entre dans une période de moratoire informatique, qui exclut toute modification des logiciels ou des matériels, sauf bogue bloquant. Cependant, cette dernière phase de préparation à l'an 2000 s'annonce active, avec le suivi des risques résiduels et l'organisation du suivi du week-end de passage à l'an 2000.

4.1. Le suivi des risques résiduels

Le jugement d'ensemble favorable sur la situation de la place de Paris ne doit pas occulter quelques risques résiduels.

Tout d'abord, si les principaux établissements ont tous participé aux tests externes organisés par la place, quelques établissements, qui représentent une part marginale de l'activité des systèmes, ne se sont pas encore manifestés. Dès lors, les différents systèmes proposent tous, au cours du quatrième trimestre, d'ultimes séries de tests. Le dispositif Afecei/Banque de France suivra le déroulement de ces tests et tiendra informée la Commission bancaire des résultats, comme il l'a fait pour l'ensemble des tests de place. Cette dernière agit alors au cas par cas.

Ensuite, le moratoire souhaité par la place peut être contrecarré par la nécessité d'ultimes corrections, liée à des contraintes soit internes soit externes (livraison d'une correction pour un progiciel). Chaque acteur doit analyser ses besoins de modification, en les limitant au strict nécessaire et en veillant à tester de nouveau la compatibilité An 2000 de la version modifiée du logiciel ou du matériel afin d'éviter tout risque de régression.

Enfin, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement doivent mettre en place leurs plans de continuité des activités internes en complément et en cohérence avec les plans d'ores et déjà communiqués par les systèmes de place.

4.2. L'organisation du suivi du week-end de passage à l'an 2000

Lors du week-end de passage et dans le prolongement des actions menées depuis de nombreux mois par les structures interbancaires et les régulateurs, un suivi analogue à celui utilisé pour l'euro sera mis en place, afin de tenir les professionnels informés du déroulement des opérations (cf. encadré 3). Le dispositif retenu, opérationnel 24 heures sur 24, du 31 décembre au 4 janvier matin, contrôlera le passage à l'an 2000 du système bancaire et financier. Les liens entre les structures Afecei/Banque de France, Commission bancaire et COB ont été précisés et il est d'ores et déjà acquis qu'une cellule de coordination, pilotée par l'Afecei et la Banque de France, sera créée afin de disposer d'une vision consolidée de l'ensemble du secteur bancaire et financier français. Cette cellule de veille et de suivi transmettra toute alerte majeure à une instance de décision qui sera calquée sur le Comité de pilotage Afecei/Banque de France.

L'ensemble des acteurs du secteur bancaire et financier sera en contact avec la Cellule de veille et de suivi, selon des modalités différenciées. Les systèmes interbancaires informeront le dispositif Afecei/Banque de France du franchissement de jalons prédéfinis, les principaux groupes bancaires devront répondre plusieurs fois, durant le week-end de passage, à une liste de questions [1] sur leur situation, tandis que tout établissement financier devra signaler à la cellule toute grave difficulté (procédure dite du « fax rouge »). La Banque de France, qui gère plusieurs systèmes interbancaires, sera l'un des interlocuteurs de la cellule de veille et de suivi de place grâce à son PC interne An 2000 mis en place par l'Organisation et Informatique. Une communication continue entre ces deux entités sera nécessaire.

La Cellule Afecei/Banque de France sera la source de référence pour la diffusion de toute information sur le déroulement du passage à l'an 2000 de la place de Paris. Elle fournira ainsi les informations sur l'état de la communauté bancaire et financière française qui seront nécessaires au représentant de la Banque de France au sein du Comité de coordination mis en place par la Banque centrale européenne à l'occasion du passage à l'an 2000. Elle s'intégrera également dans le projet MACS (*Market Authorities Communication Services*) du *Joint Year 2000 Council.* Ce projet vise à organiser un échange d'informations, sous la forme de tableaux de bord pré-formatés, entre les principales places bancaires et financières dans le monde. Le suivi couvrira l'ensemble des activités du secteur (systèmes de paiement et de règlement-livraison, établissements financiers, marchés monétaires…).

La Cellule de veille et de suivi sera, enfin, en liaison avec le dispositif national de surveillance qui devrait voir le jour sous l'égide de la mission Théry. S'agissant de la situation dans le monde des infrastructures de base (eau, électricité, transports…), une information sera donnée par l'ONU, *via* le Centre international de coopération pour l'an 2000.

[1] Ces questions concernent l'importance et la nature (interne, externe) des difficultés rencontrées, la possibilité de contourner ces difficultés par un plan de secours, et les rumeurs éventuelles qui pourraient affecter le fonctionnement des marchés.

Tout au long de l'année 1999, la communication de la place de Paris a conforté l'image de la communauté bancaire et financière française à l'étranger, comme en témoigne le jugement favorable porté sur sa situation par les différentes organisations internationales.

Cet effort de communication, d'autant plus nécessaire dans un contexte de concurrence entre les principales places mondiales, devra être maintenu, si ce n'est amplifié, durant le week-end de passage proprement dit. Il s'agira notamment d'éviter l'apparition de rumeurs, qui pourraient déstabiliser les systèmes de paiement ou les marchés en l'absence de tout dysfonctionnement réel.

L'identification précise des acteurs impliqués, la robustesse des canaux de communication et un souci constant de transparence seront les atouts majeurs de la place de Paris pour assurer une communication réactive et efficace.

Encadré 1

Le bogue de l'an 2000

Le bogue de l'an 2000 s'explique, pour l'essentiel, par le codage informatique des années sur les deux derniers chiffres, en faisant abstraction de l'information désignant le siècle, selon le format JJ-MM-AA, au lieu de JJ-MM-AAAA. Aussi, faute de correction, un grand nombre de programmes considéreront-ils le 1er janvier 2000 (01-01-00) comme une date antérieure au 31 décembre 1999 (31-12-99). Les traitements pourront alors soit tomber en panne soit entraîner des erreurs paralysant massivement les systèmes informatiques. Le caractère bissextile de l'année 2000 constitue également une cause potentielle de panne. En effet, les années se terminant par 00 ne sont pas bissextiles, sauf celles qui sont divisibles par 400. Certains programmes ne tiennent pas compte de cette situation particulière, et prévoient un passage direct du 28 février au 1er mars. Outre les programmes, le problème concerne tous les circuits, puces, microcodes qui utilisent des dates.

Encadré 2

Le rôle de la Commission bancaire

Dès l'automne 1997, à la suite de la réunion des gouverneurs du G 10 qui a abordé le bogue de l'an 2000, la Commission bancaire s'est investie sur ce sujet, sous la forme de questionnaires adressés aux établissements.

Quatre enquêtes, espacées de six mois, ont été menées, une trentaine de questions, adaptées à l'actualité du moment, étant posées. Ces envois systématiques accompagnés de documents avaient un double rôle pédagogique et opérationnel. Tous les dirigeants d'établissements de crédit ont pu lire une traduction des meilleurs écrits de sensibilisation et ainsi prendre la mesure du problème. Les résultats des enquêtes ont été restitués pour que chacun puisse situer son avancement par rapport à la moyenne nationale et ont fait l'objet de commentaires dans diverses publications. Les réponses à la quatrième enquête, lancée début juillet, ont démontré une situation très stabilisée.

Les grands groupes bancaires effectuent par ailleurs un reporting *mensuel certifié conforme au Secrétariat général de la Commission bancaire. Les contrôleurs internes peuvent apprécier l'avancement des travaux selon une méthode de mesure propre à chaque établissement, le superviseur assurant la cohérence des informations obtenues afin de permettre leur comparaison. Ces groupes, représentant plus de 80 % de l'activité bancaire, font aussi l'objet de visites sur place de missions d'inspection de la Commission bancaire.*

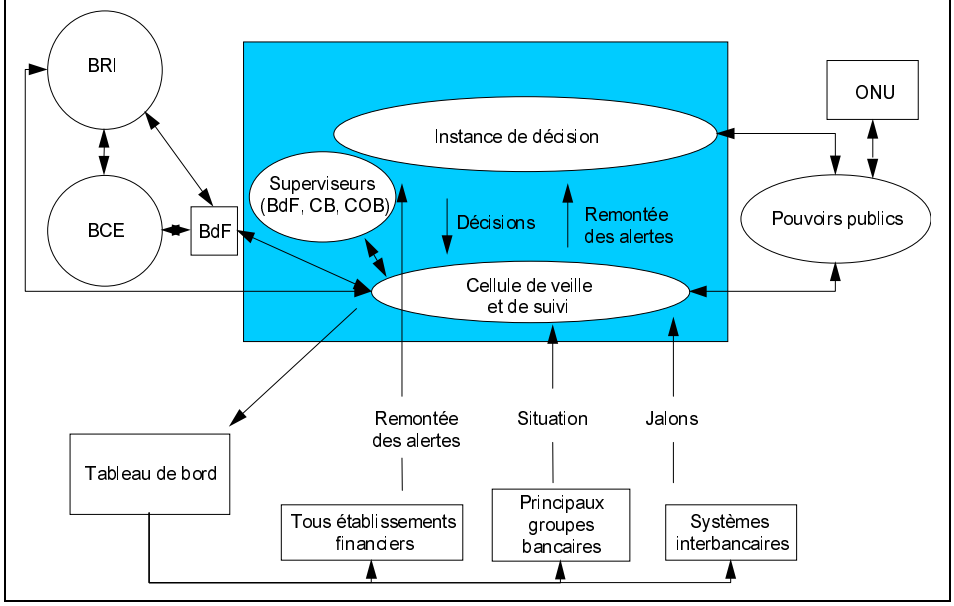
Des vérifications sur place par une équipe d'enquêteurs spécialisés ont été engagées pour l'ensemble de la communauté bancaire début 1998. Le choix des établissements s'est partiellement appuyé sur les résultats des enquêtes. Ont été retenus les grands groupes (risque systémique), les établissements étrangers (risque de contagion), les établissements pouvant a priori *présenter des faiblesses (risque de contrepartie) et un échantillon tiré au hasard. Ces vérifications ont parfois révélé quelques faiblesses qui ont été, la plupart du temps, rapidement résorbées dès la lecture du rapport d'inspection. Les vérifications se poursuivent intensivement tant pour les établissements jugés à risque que pour les plus importants, qui sont ou seront systématiquement contrôlés plusieurs fois.*

Parallèlement au contrôle sur place des travaux An 2000 et aux publications pédagogiques (comme les livres blancs), les autorités ont renforcé l'arsenal réglementaire : le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement apprécie l'adéquation de la préparation à l'an 2000 de tous les établissements qui lui soumettent un dossier ; l'action de responsabilisation des dirigeants a également été renforcée par la publication d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière imposant la communication de rapports détaillés et quantifiés aux instances délibérantes. Les tableaux de bord que le règlement demande de constituer doivent fournir une vision large de l'établissement, incluant en particulier les implantations à l'étranger. Le Secrétariat général de la Commission bancaire vérifie sur les procès-verbaux des réunions que la question de l'an 2000 y a été sérieusement discutée.

Au total, la surveillance rapprochée des établissements permettra d'assurer, autant que faire se peut, qu'ils ne perturberont pas le bon fonctionnement de la place de Paris les premiers jours de l'an 2000.

Encadré 3

Le week-end de passage à l'an 2000



Le concept de banque centrale

D'un point de vue sémantique, la banque centrale se définit comme l'institution qui se situe au centre des systèmes de paiement pour garantir les règlements et contrôler l'expansion de la masse monétaire. C'est l'institution considérée comme apte à préserver la confiance dans la monnaie d'un pays.

Les banques les plus anciennes, Banque d'Angleterre (1694), Banque de Suède (1666) ou plus récemment la Banque de France (1800) n'avaient pas été conçues comme des institutions centrales mais seulement comme des instituts d'émission des billets de banque et d'escompte de lettres de change et de billets à ordre, ces activités étant, pour partie, exercées au profit de l'État.

C'est ainsi, pour se limiter à l'exemple français, que les opérations de la Banque de France consistaient essentiellement à émettre des billets payables au porteur et à vue ainsi que des billets à ordre à un certain nombre de jours de vue, en contrepartie d'effets de commerce revêtus de trois signatures. Elle pouvait, en outre, recevoir des dépôts des particuliers et des établissements publics. La Banque de France s'engageait à rendre divers services au Trésor public : encaissement des obligations des receveurs généraux et paiements des pensions et rentes. Par la suite, des conventions intervinrent entre la Banque et le Trésor, ayant pour objet de mettre à sa disposition des avances, afin de faire face à l'irrégularité des rentrées de ses recettes, c'est-à-dire des rentrées fiscales. D'autres avances provisoires seront faites en cas de crise : en 1848, 1871, 1914, 1936, de 1940 à 1944 pour régler les frais d'occupation (426 milliards de francs) ainsi qu'après la seconde guerre mondiale.

Initialement, les opérations d'escompte devaient être à l'origine des émissions de monnaie fiduciaire. La part des établissements bancaires dans les présentations à l'escompte fut, dans les premières décennies de l'existence de la Banque, très importante. Mais la clientèle particulière s'adressa de façon croissante à la Banque : la proportion des escomptes directs dans son portefeuille atteignait plus de 50 % en 1935. Depuis 1945, les attributions nouvelles de la Banque de France (politique du crédit puis politique monétaire, services aux banques...) l'ont amenée à réduire, puis à éliminer ses opérations avec la clientèle privée. C'est ainsi que la part de l'escompte direct fut progressivement ramenée de 50 % en 1935 à 10 % dix ans plus tard, pour n'être plus qu'à 0,5 % lorsqu'il fut supprimé en 1970. Enfin, la loi du 4 août 1993 sur l'indépendance de la Banque de France décida qu'à compter du 1er janvier 1994, il ne serait plus procédé à l'ouverture de nouveaux comptes de dépôts pour des particuliers (hormis pour les agents de la Banque) ou pour des entreprises. Cette loi interdit aussi tout concours de la Banque de France à l'État et organisa le remboursement progressif de l'avance à l'État qui figurait à l'actif de la Banque le 1er janvier 1994. Elle a confié la responsabilité de la politique monétaire à un Conseil de la politique monétaire, responsabilité dont se trouvait par là même déchargé le gouvernement.

C'est donc très progressivement que la Banque de France, initialement établissement commercial d'escompte susceptible d'intervenir en faveur du Trésor, a été transformée en une véritable « banque centrale », responsable de la sécurité et de la pérennité de l'ensemble du système des paiements ainsi que de la politique monétaire.

Le statut, les fonctions et l'existence même de la banque centrale font appel à la théorie monétaire. Un large débat a toujours opposé les partisans du free banking *à ceux du* central banking. *Pour les premiers, une banque centrale n'est pas nécessaire, la seule règle monétaire essentielle étant la définition d'une unité de compte. La centralisation est inutile, ne faisant que déresponsabiliser les opérateurs bancaires, tandis qu'un système de* free banking *assure, du fait de la concurrence, une monnaie stable et de bonne qualité, les mauvaises banques étant éliminées du marché et les bonnes suscitant l'afflux de capitaux. En fait, bien au contraire, c'est le modèle de la centralisation qui s'est imposé au terme d'un long processus historique. Il a permis de dégager les fonctions d'une banque centrale, de lui donner de plus en plus fréquemment un statut d'indépendance à l'égard des pouvoirs publics, voire de la « dénationaliser » et même de la « régionaliser », comme il est prévu dans le cadre de l'Union monétaire européenne. Il s'ensuit une mutation profonde dans le concept même de banque centrale et ceci d'autant plus que son environnement est modifié par la globalisation des marchés.*

Au cours de cette longue quête du statut de banque centrale, nos banques nationales ont assumé des fonctions de plus en plus lourdes, jusqu'à accéder, pour la plupart d'entre elles, à la responsabilité suprême, celle de diriger la politique monétaire. Cette montée dans les fonctions sera rappelée dans une première partie, alors que la seconde tentera de montrer les mutations apportées par l'introduction de l'euro au concept de banque centrale.

Denise FLOUZAT OSMONT D'AURILLY
Membre du Conseil de la politique monétaire [1]

[1] Cette étude reprend de larges extraits de l'intervention de l'auteur au séminaire monétaire international de la Banque de France tenu dans le cadre de l'Institut bancaire et financier international (IBFI), le 5 février 1999 à Paris.

1. Les fonctions de banque centrale

1.1. La banque centrale, émetteur de billets de banque et gestionnaire de moyens scripturaux

C'est dès la fin du XIXe siècle qu'a commencé à se dégager un rôle central pour l'émission des billets de banque. Ce rôle central s'est amplifié à la suite d'un long et parfois douloureux apprentissage lorsque le développement de la monnaie scripturale a entraîné la centralisation des paiements.

Le rôle de banque centrale dans l'émission des billets de banque

Les banques d'émission traditionnelles ne se distinguaient initialement des autres banques commerciales que par la dimension des capitaux qu'elles avaient la capacité de mobiliser. Les billets de banque ont présenté rapidement l'immense avantage, par rapport aux obligations commerciales, d'être payables à vue, au porteur et au pair aux guichets de la banque contre des espèces. Mais l'institut d'émission était initialement soumis à l'exigence de convertibilité des billets en espèces métalliques comme la banque commerciale doit rembourser en billets de banque les dépôts. Dans l'un et l'autre cas, l'exigence liée au commerce de banque est la même : l'obligation de rembourser. Une série de dispositions législatives ont contribué à différencier banques commerciales et institut d'émission. A été d'abord attribué au billet de banque le *cours légal* dotant les billets d'un pouvoir libératoire illimité, cette faculté bénéficiant aux instituts dotés d'un privilège d'émission. Il suffisait que ce privilège ne fut plus accordé qu'à une banque pour que cette dernière, détenant le monopole de l'émission devint une « banque centrale » : désormais, toutes les autres banques avaient besoin d'acheter ou d'emprunter les billets demandés par leurs clients. C'est ainsi que l'inscription de la monnaie fiduciaire émise au passif d'une banque centrale est devenue la caractéristique des systèmes monétaires modernes, construits sur le mode hiérarchique.

Du point de vue de l'émission des billets, l'achèvement du processus de l'évolution vers la position de banque centrale s'opère avec la décision de *cours forcé* qui, dispensant l'institut d'émission du remboursement des billets en monnaie métallique, rompt le lien contractuel entre l'émetteur de la monnaie fiduciaire et le détenteur de cette monnaie.

En ce qui la concerne, la Banque de France fut dotée, en 1803, du privilège exclusif d'émission à Paris, généralisé à l'ensemble du pays en 1848. Le franc reçut cours forcé de façon temporaire de 1848 à 1850, de 1870 à 1878, et de nouveau au début de la première guerre mondiale. Ce n'est qu'en 1928 qu'une convertibilité partielle du franc (en lingots) fut rétablie. Le 25 septembre 1936, le cours forcé a été définitivement établi.

Le cours forcé s'est imposé pendant la première guerre mondiale ou entre les deux guerres dans la plupart des pays. Seuls, les États-Unis ont conservé une forme de convertibilité de leur monnaie (limitée aux relations entre banques centrales et Trésor américain). Le cours forcé du dollar a été décidé par l'administration américaine le 15 août 1971.

Le rôle de banque centrale dans la gestion des moyens de paiement scripturaux

La centralisation des paiements s'est imposée avec l'intervention accrue de la monnaie scripturale qui fait de l'instrument de paiement (chèque, virement...) un simple moyen de circulation de la monnaie inscrite dans un dépôt dans un établissement de crédit. Il s'ensuit la nécessité d'une organisation multilatérale des paiements. Celle-ci s'est révélée supérieure, sous l'égide d'une banque centrale, à celle assurée par des organisations collectives de statut privé (expérience américaine de *free banking* au XIXe siècle). D'où l'émergence de la banque centrale au centre du système de compensation entre positions débitrices et créditrices et par là même son accession au rang d'agent central des règlements.

Aux États-Unis, de multiples crises et, en particulier celle de 1907, conduisirent à une réflexion sur la création d'une banque centrale, notamment à partir du projet publié par P. Warburg dans le *New York Times* et l'*Annual Financial Review* intitulé « *A Plan for a Modified Central Bank* », il fut à l'origine du projet de loi créant un Système fédéral de réserve en 1913. Là aussi apparaissait, dans des conditions rendues plus complexes par un système politique fédéral, la nécessité d'un organisme se différenciant des banques commerciales et centralisant les paiements.

En France, la Banque de France avait organisé des chambres de compensation. Par la suite, a été construit un système interbancaire de compensation (SIT) qui gère les moyens de paiement scripturaux. Les systèmes de paiement à règlement brut en temps réel (*Real Time Gross Settlement* ou RTGS) sont maintenant au cœur des dispositifs de règlement des pays du G 10 et de l'Union européenne. Le système Transferts Banque de France (TBF) est, depuis 1997, le système français de règlement en temps réel. Il permet de garantir le règlement irrévocable et définitif en cours de journée des virements de gros montant. Les systèmes RTGS assurent des règlements irrévocables immédiats en monnaie centrale, à la différence des systèmes de compensation dans lesquels un délai s'écoule entre la réception de l'information sur le paiement et son règlement.

1.2. La banque centrale, prêteur en dernier ressort

En assumant ce rôle central au sein du système des paiements, la banque centrale pose le problème du risque relatif à la liquidité. Autrement dit, doit-elle alors assumer le risque de prêteur en dernier ressort ?

Cette question a été posée, dès 1802, par M. H. Thornton : il montrait la responsabilité que devait avoir la Banque d'Angleterre d'approvisionner en liquidité les banques saines en période de panique bancaire. En fait, l'Angleterre a subi à chaque retournement de cycle au XIXe siècle une panique bancaire. Il revint à Bagehot de formuler la doctrine d'intervention de la Banque d'Angleterre (1866). L'assistance financière de la banque centrale doit anticiper la crise de liquidité et doit être temporaire. Elle a pour seul objectif la stabilité du système financier et ne peut être accordée aux établissements qui ont failli. Le principe essentiel était que le prêt en dernier ressort n'ébranlât en aucun cas la confiance dans la convertibilité en or des billets de la Banque d'Angleterre (Acte de Peel).

Le débat sur la fonction de prêteur en dernier ressort conserve toute son actualité parce qu'il s'agit d'une opération, exorbitante des règles du marché, dispensant la banque défaillante de l'obligation de paiement. L'intervention de la fonction de prêteur en dernier ressort ne se justifie que dans la mesure où elle permet d'assurer la pérennité du marché face au risque de contagion de défaut de paiement. Seule, la banque centrale peut être « une source de liquidité extérieure aux marchés de la monnaie et suffisamment indépendante dans sa mise en œuvre pour ne pas être l'otage de ses bénéficiaires »[2]. Mais, comme elle peut susciter aussi un problème d'aléa moral par les assurances qu'elle donne et encourager ainsi les défauts de paiement, elle doit créer une imprévisibilité sur la possibilité de son intervention. Celle-ci, en fait, n'a été que rarement mise en œuvre, notamment à l'époque contemporaine. Aux États-Unis, le Système fédéral de réserve a fait des déclarations rassurantes lors de la crise boursière de 1987, selon lesquelles elle était prête, « *as the nation's central bank* », à alimenter le marché en cas de besoin. Dans une conférence à l'AFB, le 1er juin 1988, Paul Volcker affirmait que « le marché ne se serait pas ouvert normalement le 20 octobre 1987 s'il n'y avait pas eu beaucoup de choses qui se passaient dans les coulisses et si d'importantes liquidités n'avaient pas été apportées au marché par les banques et aux banques elles-mêmes par la banque centrale »[3]. Au Japon, l'état du système financier national a requis une action forte des pouvoirs publics et de la Banque centrale exprimée dans le communiqué du 25 novembre 1997 : « Nous, ministre des Finances et gouverneur de la Banque du Japon, voulons réaffirmer notre volonté de remplir notre engagement à remplir la stabilité des transactions interbancaires et à protéger pleinement les dépôts... En conséquence, nous sommes déterminés à garantir une liquidité suffisante pour empêcher tout retard dans le paiement des dépôts et d'autres engagements des institutions financières... ».

Ainsi, située au centre du système des paiements, prêteur en principe en dernier ressort, la banque centrale est-elle guidée par une rationalité qui ne peut être la maximisation du profit mais une rationalité collective, ce qui lui confère des responsabilités étendues, notamment celle de veiller à la stabilité du système financier. La banque centrale se trouve ainsi impliquée dans la fonction de surveillance du système financier. Elle est nécessairement associée à la réglementation des établissements de crédit et contribue à leur surveillance selon des modalités qui diffèrent d'un pays à l'autre. Située au centre du système des paiements, la banque centrale semble pouvoir revendiquer leur contrôle (c'est le cas du Système fédéral de réserve américain) mais on peut aussi considérer que la prééminence de sa fonction monétaire est telle que son action doit être recentrée sur cette dernière (c'est le cas de la Banque fédérale d'Allemagne ou de la Banque d'Angleterre). En France, une position intermédiaire a été adoptée puisque la Commission bancaire présidée par le gouverneur de la Banque centrale est en charge de la surveillance des établissements financiers.

1.3. La banque centrale, émetteur et régulateur de monnaie centrale

La liquidité bancaire mesure les disponibilités des établissements de crédit en monnaie centrale. Celle-ci, appelée aussi monnaie à haute puissance ou base monétaire, est émise par la banque centrale sous deux formes :

– des billets de banque, que la banque centrale remet aux banques qui, à leur tour, les délivrent à leurs clients ;

[2] Michel Aglietta, *Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie*, Annales ESC, mai-juin 1992.

[3] On rappelle la chute de Wall Street de 25 % en 24 heures, le 19 octobre 1987.

– des avoirs en compte auprès des banques centrales déposés par les banques commerciales et par le Trésor. Ces avoirs constituent une monnaie particulière qui n'est détenue que par les intermédiaires financiers et ne sert pas aux transactions.

La monnaie centrale ne sert qu'à des opérations de transformation entre les différentes catégories de monnaie : monnaie scripturale bancaire et monnaie Trésor. Elle assure les relations entre les différents circuits monétaires internes : celui du circuit intégré des établissements de crédit, celui du Trésor ainsi que la communication avec l'ensemble des monnaies étrangères. Les demandes et les offres de liquidités des établissements de crédit et du Trésor s'expriment en monnaie centrale.

Ces établissements accomplissent des opérations dont le règlement transite tous les jours par la banque centrale. Certaines opérations constituent de simples transferts de monnaie centrale entre établissements (opérations interbancaires, par exemple), sans affecter la liquidité bancaire, d'autres exercent sur cette dernière un effet restrictif ou expansif : opérations de retrait/dépôt de billets de banque par la clientèle, opérations avec le Trésor public, achats/ventes de devises à la banque centrale. Ces trois opérations constituent les « facteurs autonomes de la liquidité bancaire » qui échappent à l'autorité monétaire. Des « facteurs politiques » peuvent s'y ajouter, qui reflètent l'action de la banque centrale et qui obligent les établissements de crédit à conserver auprès de la banque centrale sous forme de réserves obligatoires un pourcentage variable de leurs dépôts.

Deux cas peuvent, en effet, se présenter :

– la monnaie centrale est rare : les établissements de crédit sont dits « en banque ». Ces établissements de crédit sont structurellement endettés à l'égard de la banque centrale. Ils peuvent, cependant, se procurer des liquidités en monnaie centrale par la mobilisation auprès de cette dernière d'une partie de leurs actifs. La création monétaire de ces établissements, qui intervient lorsqu'ils prêtent à leurs clients, exige une création monétaire postérieure par la banque centrale lors de leur refinancement ;

– le second cas, moins fréquent (les établissements de crédit se situent « hors banque ») correspond à une situation où la monnaie centrale est abondante. Il en est ainsi, par exemple, lorsque la banque centrale monétise des quantités importantes de devises ou accorde des concours importants au Trésor. Les établissements de crédit deviennent indépendants de la banque centrale et peuvent développer plus largement leurs crédits que dans le cas précédent.

Lorsque les établissements de crédit sont « en banque », la banque centrale leur apporte son concours en leur prêtant les disponibilités de monnaie centrale pour faire face à leurs besoins de liquidité. Elle les refinance, exerçant ainsi dans le processus de création monétaire un rôle essentiel mais *indirect.* Ce sont les besoins en monnaie centrale (billets, avoirs en compte à la banque centrale) qui fournissent à cette dernière les moyens de réguler la création de liquidités par le jeu des opérations de refinancement des établissements de crédit et qui lui permettent de mener une politique monétaire.

La banque centrale conduit cette politique en agissant soit sur la quantité de monnaie offerte, soit en agissant indirectement sur son prix. Elle peut, dans le premier cas, modifier la quantité de monnaie centrale émise en injectant des quantités de monnaie si elle considère que la liquidité bancaire est insuffisante ou en en retirant si elle la juge excédentaire. Elle pratique alors une politique dite de *base monétaire.* Cette politique a été utilisée, sous une forme restrictive, par le Système fédéral de réserve américain de 1979 à 1982, mais a été abandonnée en raison de la hausse brutale des taux d'intérêt qu'elle a entraînée.

La banque centrale peut aussi viser, par des interventions, à agir sur le prix de la monnaie centrale, c'est-à-dire sur le taux d'intérêt. Les banques centrales se sont ralliées généralement dans les années quatre-vingt à une politique de taux d'intérêt.

Chacune d'elles peut mettre en œuvre sa politique monétaire :

– en définissant une cible opérationnelle pour les taux d'intérêt sur le marché monétaire (*taux directeurs* ou de réglage de la liquidité bancaire) ;

– puis en ayant recours à des *opérations d'open market* constituées par les interventions de la banque centrale sur les marchés. Ces interventions ont lieu sur le marché interbancaire réservé aux établissements de crédit. La technique la plus utilisée aujourd'hui par les banques centrales est celle des « pensions », c'est-à-dire un achat/vente de titres à court terme négociables publics ou privés, avec l'engagement des deux parties de réaliser l'opération en sens inverse à une échéance fixée à l'avance. Une banque centrale prend en pension les titres pour alimenter le marché (*repurchase agreements*) et les met en pension, afin de reprendre des liquidités sur le marché monétaire (*reverse repurchase agreements*). Le besoin de refinancement des établissements de crédit peut être satisfait par les adjudications après des appels d'offres à date régulière annoncée à l'avance. Les adjudications se font à un taux d'intérêt préétabli par la banque centrale ou à un taux déterminé au vu des demandes des établissements de crédit ;

– et éventuellement en proposant aux banques commerciales des *facilités permanentes* qui leur permettent d'emprunter ou de déposer des fonds auprès de la banque centrale à des taux prédéterminés par celle-ci. Les interventions sont normalement moins fréquentes lorsque sont établies des facilités permanentes qui définissent des taux plancher et plafond ;

– de plus, un système de *réserves obligatoires*, en imposant des encaisses liquides supérieures à ce que les banques doivent détenir en moyenne, permet d'absorber plus facilement les besoins temporaires de liquidité, ce qui tend à réduire le besoin d'intervention de la banque centrale [4].

Dans un système de régulation par les taux, la banque centrale maîtrise le coût du refinancement sur le marché monétaire ainsi que le coût des ressources collectées à taux de marché à court terme, mais ne contrôle pas l'ensemble des conditions de financement de l'économie : elle ne peut gouverner ni les taux administrés ni les taux bancaires ni, enfin, les taux d'intérêt à long terme fixés par les marchés financiers.

Émetteur de monnaie centrale, la banque centrale opère la régulation de la liquidité bancaire soit à partir de ses propres décisions et dans un cadre fixé par elle-même, soit à partir de décisions et dans un cadre fixé par l'État. Cette dernière solution, conforme aux recommandations keynésianistes, a été largement utilisée après la seconde guerre mondiale, ceci dans le cadre d'une économie d'endettement à double niveau : endettement des entreprises auprès des banques commerciales et endettement des banques auprès de la banque centrale.

[4] D. Hardy, « Market Information and Signaling in Central Bank Operations or how often should a Central Bank Intervene », *Working Paper FMI*, 97/24, février

L'exercice de la politique monétaire par la banque centrale, de manière indépendante de l'État (aux États-Unis, par exemple) ou de manière dépendante (cas le plus fréquent en Europe, à l'exception de l'Allemagne jusqu'aux années quatre-vingt-dix), nécessite la fixation d'un objectif final ainsi que celle d'objectifs intermédiaires ou de cibles ou encore d'indicateurs permettant de remplir l'objectif final.

L'objectif final peut être unique ou multiple. Unique, sous la forme de stabilité des prix comme il a été prescrit par la loi dans le cas de la Banque fédérale d'Allemagne (1957) et de la Banque de France (1993). En revanche, le Système de réserve fédéral, aux États-Unis, doit, selon l'article premier du *Federal Reserve Act* amendé par la loi sur le plein emploi et la croissance équilibrée de 1978, assurer « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme ». Adossé sur la crédibilité de la Banque centrale américaine, retrouvée grâce à l'action vigoureusement anti-inflationniste de son prédécesseur, Paul Volcker, le président du Système de réserve fédéral depuis 1987, Alan Greenspan, peut mener une politique conforme aux trois objectifs. Cette politique a contribué à assurer aux États-Unis une des plus longues phases de croissance depuis la seconde guerre mondiale.

L'objectif final déterminé, se pose le choix pour la banque centrale de son type d'intervention : politique à pilotage automatique à partir d'une règle, ou politique discrétionnaire. La préférence académique pour les règles par rapport au pouvoir discrétionnaire repose sur trois arguments essentiels. Tout d'abord, le recours à la politique monétaire pour effectuer un réglage fin de l'activité économique est rendu difficile par la longueur des décalages entre les variations des taux directeurs et leur impact sur l'économie réelle. Ce simple constat peut se renforcer de l'argument monétariste selon lequel, à long terme, la politique monétaire ne peut avoir d'action que sur le niveau des prix et non sur l'économie réelle. Il s'appuie plus encore sur celui des nouveaux classiques (Lucas), selon lequel la seule chance dont disposent les pouvoirs publics pour agir sur l'économie réelle est de surprendre les agents économiques, ceci temporairement, car ces derniers anticiperont rapidement les tentatives de surprise. Ainsi, peut-on démontrer que le pouvoir discrétionnaire est inefficace, voire néfaste.

Quelles règles alors proposer ? Milton Friedman a préconisé, dès 1950, un pilotage automatique de la politique monétaire sous la forme d'une règle d'augmentation constante de la masse monétaire en fonction de l'augmentation de la production en volume.

Un exemple pratique de règle monétaire est celui du « *currency board* » (caisse d'émission), régime monétaire dans lequel la création monétaire est subordonnée à l'existence d'une contrepartie en devises dans les réserves de change de la banque centrale. L'autorité monétaire (*board*) ne peut donc créer de monnaie que dans l'exacte mesure où cette création est garantie par des réserves. De tels régimes existent en Argentine, à Hong-Kong... Mais une telle règle désarme totalement la banque centrale, c'est pourquoi la Haute Autorité monétaire de Hong-Kong a été conduite à la contourner lors de l'attaque spéculative contre le *peg*, liant le dollar de Hong-Kong au dollar des États-Unis, en août 1998.

Parmi les règles élaborées plus récemment, on peut citer celle de Taylor qui lie mécaniquement le taux d'intérêt directeur à une cible d'inflation et à l'*output gap*. Même si l'on constate que cette règle est assez proche de la fonction de réaction des banques centrales des grands pays industrialisés depuis le début des années quatre-vingt-dix, son utilisation normative exigerait une approche plus scientifique des variables de référence.

S'écartant d'un recours à une règle mécanique, la plupart des banques centrales affichent une stratégie qui repose sur un objectif intermédiaire quantitatif (*monetary targeting*), une cible d'inflation (*inflation targeting*) ou une référence à un taux de change. L'expérience américaine, puis européenne (Allemagne, France), a montré que les agrégats monétaires ne pouvaient plus constituer un objectif intermédiaire de politique monétaire car on n'observe plus de relation stable entre variation des agrégats et variation du taux d'inflation. La théorie monétariste, supposant un lien stable entre masse monétaire et produit nominal, a été remise en cause par la libéralisation financière et les innovations qui s'ensuivirent. Les variations de l'agrégat de référence résultent des changements de fiscalité touchant certains actifs ou des modifications des taux d'intérêt à court terme (notamment de celles relatives aux taux administrés en France) [5].

Devant les difficultés d'application d'une politique de *monetary targeting*, certains pays ont recours à une cible d'inflation. C'est ainsi qu'un objectif d'inflation annoncé à l'avance a été adopté explicitement par le Royaume-Uni et le Canada. L'ancrage nominal à un taux de change *(peg)* a été adopté en Europe par des pays ayant une économie de petite dimension et très liés au commerce extérieur (Pays-Bas, Belgique…).

Aux États-Unis, le Système de réserve fédéral offre une contradiction totale à la préférence théorique pour les règles [6]. Il prend les marchés par surprise sans se référer à aucune règle préétablie. C'est ainsi que la décision du Système de réserve fédéral du 15 octobre 1998 d'abaisser d'un quart de point son taux d'intérêt directeur, suivi par deux autres baisses les semaines suivantes, a créé la surprise générale.

Comment les variations des taux d'intérêt sur le marché monétaire sont-elles susceptibles d'affecter l'économie ? Elles le font par deux canaux principaux de transmission.

Canal du taux de l'intérêt

Une variation du taux d'intérêt peut entraîner plusieurs conséquences : une révision de l'arbitrage dépense/épargne, une modification du prix des actifs (une hausse des taux d'intérêt tend à faire baisser le prix des actifs, une baisse provoque le mouvement contraire), et enfin un effet de revenu. La variation du taux d'intérêt directeur entraîne un changement des taux d'intérêt des nouveaux emprunts et des placements, donc du coût d'opportunité de la dépense ; elle agit ainsi sur la demande de biens, c'est-à-dire sur la consommation et l'investissement. L'action sur les bilans des agents non financiers dépend de leurs positions créditrices ou débitrices nettes : en cas de hausse des taux, les entreprises, qui sont débitrices nettes subiront un effet de revenu négatif, les ménages qui sont créditeurs nets (dans les pays d'Europe continentale), bénéficieront d'un effet positif. Des mécanismes inverses s'établissent dans le cas d'une baisse.

---

[5] A. Estrelle and F. Mishkin : « Is there a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy? » *NBER Working paper*, n° 5845, novembre 1996

[6] Cette position est défendue par B. Friedman et K. Kuttner « A Price Target for US Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets » *Brookings Papers on Economic Activity*. Elle est attaquée, en revanche, dans l'ouvrage de Ben Benanke, de F. Mishkin, T. Laubach, and A. Posen, *Inflation targeting*, Princeton University Press.

Quelle est la conséquence d'une hausse des taux à court terme sur les taux à long terme ? Normalement, cette hausse devrait se propager sur les taux à long terme et conduire à une contraction de l'activité, une baisse devrait aussi entraîner la diminution des taux à court terme et donc une stimulation de l'activité. Des observations montrent parfois des séquences inverses. Une baisse imprudente des taux directeurs peut déclencher une tension sur les taux longs, les marchés élevant la prime de risque inflationniste et anticipant un relèvement rapide des taux directeurs. Leur hausse en période d'anticipation de ralentissement du cycle, considérée comme temporaire, ne se répercutera pas ou peu sur les taux à long terme (il en a été ainsi, notamment, sur le marché obligataire américain fin 1994-début 1995) [7].

À ce canal dit standard du taux d'intérêt s'est ajoutée une nouvelle voie de transmission des taux sur l'économie : le canal du crédit. Selon cette analyse, le comportement des banques, face à une hausse des taux directeurs, peut les conduire à un rationnement du crédit à l'égard de certains agents économiques (PME-PMI, ménages). La théorie économique accorde une importance croissante au canal du crédit à la suite du développement des analyses sur les imperfections de l'accès au crédit. La recherche dans le domaine monétaire s'oriente de plus en plus sur l'analyse des effets différenciés (*distribution effects*), selon les agents, des interventions dans ce domaine [8]. Toutefois, l'innovation, la concurrence et la déréglementation financière sont susceptibles de réduire les imperfections des marchés financiers et du crédit.

Canal du taux de change

Une hausse des taux directeurs accroissant le rendement réel anticipé des produits libellés en monnaie nationale doit entraîner une appréciation du taux de change. Une baisse des taux directeurs détermine normalement des mouvements inverses. Néanmoins, ces séquences doivent être ratifiées par les marchés. En effet, devant des tensions inflationnistes, les marchés peuvent considérer que la hausse des taux directeurs est insuffisante : le taux de change se dépréciera. De même, une baisse des taux décidée dans une parfaite maîtrise de l'inflation peut susciter la confiance des marchés dans une monnaie devenue plus solide. Enfin, la sensibilité du taux de change aux variations du taux de l'intérêt dépend aussi du degré d'ouverture de l'économie sur l'extérieur : les effets des modifications de parité sur les exportations et les importations y seront d'autant plus considérables qu'elles représenteront une part importante du PIB.

Des travaux récents ont posé la question de savoir si le développement des marchés dérivés avait modifié le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Un document de travail du FMI par Vroljik (1997) montre, notamment, que ces marchés très liquides et pouvant affecter leurs marchés sous-jacents permettent un ajustement plus rapide du prix des actifs financiers à un changement de politique monétaire, réduisant ainsi l'impact d'un choc de cette dernière.

Enfin, tous ces canaux peuvent être affectés par l'accroissement de l'interdépendance des taux d'intérêt dans le monde, liée à la globalisation financière, sans qu'il y ait toutefois totale synchronisation des taux de long terme qui restent affectés par les anticipations relatives à l'appréciation des monnaies.

---

[7] Rollay et Sellon, *Monetary Policy Actions and Long Interest Rates* Banque de réserve fédérale de Kansas City, 4e trimestre 1995

[8] Hubbard, *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy*? Banque de réserve fédérale de Boston, novembre-décembre 1995

1.4. La banque centrale, devenue indépendante, responsable de la politique monétaire

L'étape ultime pour atteindre le plein statut de banque centrale est celle de son indépendance, celle-ci signifiant la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire. La banque centrale participe aujourd'hui, dans la plupart des pays industrialisés, à la définition de la politique monétaire, voire en assume la totale responsabilité. Là aussi, l'évolution fut progressive. Le concept même de politique monétaire est relativement récent. La crise des années trente, la seconde guerre mondiale, la diffusion de la pensée keynésienne, ont entraîné, dans la plupart des pays occidentaux, le désir d'utiliser la politique monétaire afin d'orienter l'évolution économique. Certains auteurs ont parlé de « politisation de la monnaie ». La monnaie a été « nationalisée » dans tous les pays développés et son contrôle confié à l'État. L'emprise de ce dernier sur les banques centrales a été renforcée et s'est traduite par la nomination de leurs dirigeants par les pouvoirs publics [9] ainsi que par la nationalisation de l'établissement même (France, Royaume-Uni par exemple) [10]. Mais les régulations nationales se sont heurtées depuis le début des années soixante-dix à l'inflation, puis à la globalisation des marchés. On a assisté à une évolution de l'autorité monétaire nationale, de son objectif final, de sa stratégie et de ses instruments.

L'accélération générale de l'inflation à la fin des années soixante-dix (inflation à deux chiffres) a entraîné un recentrage de la mission de la banque centrale sur l'impératif de stabilité de la monnaie. Le mouvement de désinflation, impulsé aux États-Unis au début des années quatre-vingt, s'est généralisé à l'ensemble des pays industrialisés, assurant au concept de stabilité de la monnaie le statut d'*objectif final* explicite ou implicite de la politique monétaire. Or, selon les analyses théoriques, l'indépendance de la banque centrale par rapport à l'État permet de lutter avec une plus grande efficacité contre l'inflation. F. Kydland et E. Prescott (1977) puis R. Barro (1983) ont mis en évidence le risque d'« incohérence temporelle » (*time inconsistency*) des décisions monétaires prises par les pouvoirs publics. Le gouvernement se déclarant soucieux de poursuivre une politique de stabilité des prix, les agents économiques anticipent alors une faible inflation : ils modèrent leurs revendications salariales et/ou réclament des taux d'intérêt plus faibles. Mais le gouvernement peut mener, notamment en période d'élections, une politique plus laxiste. L'inflation ainsi favorisée conduirait à une baisse des salaires réels, donc à des créations d'emplois. Cette politique se révèle inefficace. L'effet sur l'emploi est momentané : dès que les agents économiques s'aperçoivent de la perte de leur pouvoir d'achat, ils revendiquent des hausses de salaires. Il en résulte une baisse de l'emploi et une hausse du taux d'inflation. De surcroît, pour faire face aux anticipations inflationnistes des agents, le gouvernement est obligé de mener une politique monétaire rigoureuse.

La réflexion théorique quant au risque inflationniste d'une politique monétaire confiée aux pouvoirs publics s'est appuyée aussi sur la théorie des *choix publics* de J.M. Buchanan et G. Tullock. Étendant aux décisions politiques les principes de l'économie de marché, Buchanan montre que la production des biens publics n'est pas guidée par l'intérêt général mais par les intérêts conjugués de l'appareil bureaucratique (fonctionnaires) et de citoyens qui ne sont pas altruistes. Au nom de ces intérêts, des pressions peuvent être opérées sur les pouvoirs publics, les éloignant de l'objectif de stabilité monétaire. Enfin, selon Sargent et Wallace, lorsque la politique budgétaire est dominante par rapport à la politique monétaire, l'offre de monnaie devient endogène. Intervient alors une pression sur la banque centrale pour lui faire adopter un financement monétaire des déficits, allégeant le poids de la dette grâce à l'inflation induite.

---

[9] Déjà décidée, en France, depuis le début du XIXe siècle

[10] Actuellement, le capital de la plupart des banques centrales appartient à l'État ; toutefois, dans quelques pays (États-Unis notamment), le capital de la banque centrale est souscrit par les institutions financières.

Ainsi, la permanence de l'objectif d'une banque centrale indépendante, s'opposant par définition au manque de continuité de politiques gouvernementales soumises à des jugements à court terme, serait à l'origine de la faible inflation et de sa stabilité. Cependant, l'expérience historique montre que la réduction du taux d'inflation peut être opérée sans que l'indépendance des banques centrales soit reconnue. La phase de désinflation, ouverte au début des années quatre-vingt, s'est développée dans tous les pays industrialisés bien que dans la plupart d'entre eux (notamment en France jusqu'en 1994) la banque centrale ne fût pas indépendante.

En fait, l'indépendance de la banque centrale, banale dans un pays à structure fédérale (États-Unis, Allemagne, Canada), tend, depuis le début des années quatre-vingt-dix, à se généraliser face au processus croissant de globalisation et d'innovation des marchés financiers. Dans ce nouvel univers, les objectifs intermédiaires, et notamment les agrégats monétaires, n'apparaissent plus pertinents dans de nombreux cas. La dérégulation (suppression de l'encadrement du crédit...) a réduit les instruments d'action des banques centrales qui se limitent, aujourd'hui, à la variation des taux d'intérêt directeurs et à celle des taux des réserves obligatoires lorsque celles-ci existent. Les effets sur l'économie réelle de ces instruments, bien que certains, sont difficiles à mesurer. Dans le même temps, s'est accru le danger que font encourir aux taux d'intérêt d'un pays les primes de risque infligées par les marchés. Ces primes ne dépendent pas seulement des critères fondamentaux observables (taux d'inflation, taux de change, taux de croissance, équilibre extérieur...) mais aussi des anticipations des marchés. Celles-ci sont largement liées à la crédibilité qu'ils accordent à la politique monétaire. Or, l'indépendance doit permettre de réduire les primes de risque, voire de les annuler, dans la mesure où elle permet d'assurer la continuité de la politique monétaire menée par la seule banque centrale. L'observation permanente des marchés ainsi qu'une sorte de dialectique subtile à entretenir avec eux, expliquent que l'indépendance soit devenue une forme de modernité pour une banque centrale.

C'est pourquoi, les récents changements des statuts de nombreuses banques centrales, et plus particulièrement en France (1994), au Royaume-Uni (1997) et au Japon (1997), leur ont donné une indépendance plus ou moins large. Par ailleurs, le traité de Maastricht prévoit que les banques centrales des pays participants aient reçu leur indépendance avant l'entrée dans la phase III de l'UEM, le 1er janvier 1999, la Banque centrale européenne, créée en juin 1998, étant dotée du même statut.

Pour ce qui concerne la France, l'indépendance s'était exprimée, aux termes de la loi du 4 août 1993, par la création d'un Conseil de la politique monétaire. Dans l'exercice de cette indépendance, la Banque de France avait une situation voisine de celle de la Banque fédérale d'Allemagne, assumant complètement la responsabilité de la politique monétaire (jusqu'au 1er janvier 1999, date où le relais est pris par la Banque centrale européenne). Ce n'est pas le cas de la Banque d'Angleterre, le Chancelier de l'Échiquier définissant l'objectif final (niveau de la cible d'inflation). La situation est plus complexe formellement aux États-Unis, où le pouvoir monétaire appartient au Congrès qui l'a seulement délégué au Système fédéral de réserve.

1.5. La banque centrale et des fonctions encore en devenir

L'évolution du concept de banque centrale et, partant, de son rôle, n'est pas terminée. Elle n'est pas clairement définie dans le domaine de la surveillance du prix des actifs et dans celle du taux de change.

Le rapport de la Banque des règlements internationaux de 1997 a mis en évidence l'attention que devait porter la banque centrale à l'évolution du prix des actifs, notamment à celle du prix des actifs financiers. Des mouvements excessifs et durables au regard des critères fondamentaux conduisent à des phénomènes de « bulle » qui développent des risques pour les intervenants sur les marchés et qui nuisent à la bonne transmission des impulsions de politique monétaire.

La banque centrale peut-elle contrôler ces mouvements ? Elle peut développer une action préventive en donnant des avertissements aux marchés. Ce fut le sens du discours du président du Système fédéral de réserve sur l'« exubérance irrationnelle » de Wall Street à l'automne 1996 : le Dow Jones dépassait 6 000 points. Toutefois, il a fluctué au cours des dix premiers mois de 1999 bien au-delà de 10 000 points, sans que Alan Greenspan ait pu ou voulu promouvoir un dégonflement du marché des actions. L'exemple japonais l'a conduit probablement à la prudence. Face à une bulle financière et immobilière trop tardivement décelée, le gouverneur de la Banque du Japon, M. Mieno, avait mené une politique de relèvement du taux d'intervention de la Banque centrale, de 2,5 % à 6,0 %, en 1989-1990. Il s'ensuivit un éclatement de la bulle en 1990, mais aussi une entrée du Japon dans une longue période de stagnation, puis de récession, dont ce pays n'est pas encore sorti. La baisse de Wall Street, à l'automne 1998, a probablement incité le Comité fédéral de l'*open market* à baisser, à trois reprises, ses taux directeurs afin d'éviter un effet de richesse négatif[11], susceptible de ralentir la conjoncture américaine. Cette baisse devrait permettre aussi de faire face au risque d'assèchement des crédits consécutif aux difficultés de certains fonds de pension comme LTCM. De plus, le Système fédéral de réserve a pris l'initiative de réunir les principales banques impliquées dans ce Fonds, afin de susciter leur aide pour éviter sa faillite, qui pouvait créer un risque systémique.

En ce qui concerne le taux de change, il faut distinguer entre régime de change et fluctuations sur les marchés de change. Le régime de change reste déterminé, dans tous les pays, par les pouvoirs publics. La substitution, par exemple, d'un régime de change flottant à un régime de change fixe n'est pas du ressort de la banque centrale. En ce qui concerne les désajustements importants entre monnaies, ceux-ci font l'objet de déclarations finales au cours des réunions des ministres des Finances du G 7 auxquels sont associés les gouverneurs des banques centrales des pays concernés (Accords du Plaza en septembre 1995, Accords du Louvre en février 1987, appel à un retournement ordonné des changes en avril 1995 afin de corriger l'appréciation excessive du yen). Enfin, la banque centrale intervient sur les marchés de change si la monnaie nationale a un lien nominal explicite ou implicite avec une monnaie de référence, ceci en général avec l'accord des pouvoirs publics.

Schématiquement, l'état de l'art à la fin des années quatre-vingt-dix, relatif à l'exercice de la fonction de banque centrale dans les pays industrialisés, lui conférait la mission de veiller à la bonne marche du système des paiements et à la stabilité du système financier ainsi que celle de diriger la politique monétaire.

---

[11] L'effet de richesse est particulièrement significatif aux États-Unis : selon l'OCDE, une hausse de 20,0 % des places boursières s'accompagnerait d'une progression de 0,6 % de la consommation des ménages, entraînant l'année suivante une hausse des prix de 0,1 %. L'effet-richesse est moins prononcé en Europe car les ménages investissent moins en bourse.

2. L'impact de l'euro sur le concept de banque centrale

Le traité de Maastricht, signé le 7 février 1992, avait parmi ses objectifs la création des institutions et des moyens de la politique monétaire de l'Union économique et monétaire (UEM). Cette politique se développe dans le cadre du Système européen de banques centrales (SEBC), qui comprend une nouvelle banque centrale, la Banque centrale européenne (BCE) ainsi que les banques centrales nationales (BCN). Les missions du SEBC, selon le Traité, consistent à :

– définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'UEM ;

– conduire les opérations de change, détenir et gérer une partie des réserves de change des États membres ;

– promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

La transposition sur le plan européen du concept de banque centrale conduit à s'interroger :

– sur le statut même de banque centrale : qui en est le détenteur ?

– sur les conditions dans lesquelles est menée la politique de taux, support aujourd'hui de toute politique monétaire ;

– sur la possibilité de mener une politique de change.

2.1. Un régime de compétence partagée du statut de banque centrale afin de promouvoir une politique monétaire unique

La BCE et les BCN constituent le SEBC [12]. Certes, ce dernier ne dispose pas de la personnalité morale mais lui seul dispose pleinement du statut de banque centrale. La compétence dans ce domaine est partagée entre la BCE et les BCN. Ce partage conduit à un système de structure fédérale reposant sur l'interdépendance de ses composantes ainsi que sur leur indépendance à l'égard des autorités publiques.

– *Indépendance* du SEBC : la BCE, ayant, seule, le pouvoir d'élaborer la politique monétaire de l'UEM, est totalement indépendante, cela afin d'assurer aux yeux des marchés sa parfaite crédibilité. Son indépendance a été définie comme l'a été celle des banques centrales nationales : elle ne reçoit d'ordre d'aucune instance nationale ou communautaire ; elle n'a pas à consentir de découvert ou tout autre type de crédit aux institutions de l'UEM ni à tout autre organisme public. Enfin, ni les gouvernements des États membres ni les organes européens (Parlement, Conseil Ecofin, ou Conseil de l'euro 11) ne peuvent exercer des pressions sur la BCE, qui est la seule institution européenne contrôlant directement un instrument de politique macroéconomique dans l'ensemble de la zone euro.

[12] Il est d'usage dans les communiqués de presse de la BCE, publiés après la réunion du Conseil des gouverneurs, de dénommer le Système européen de banques centrales à onze « Eurosystème », soulignant ainsi que le terme SEBC devait s'appliquer aux quinze banques centrales des pays de l'Union européenne.

Si l'indépendance est bien de même nature que celle exigée pour les conseils de politique monétaire nationaux, le processus de nomination des membres du Conseil des gouverneurs la BCE se heurte à une insuffisance d'intégration institutionnelle. En effet, il était courant de nommer des personnalités aux expériences professionnelles diverses dans les conseils de politique monétaire nationaux. Au niveau européen, faute d'organisations représentatives des différentes composantes de la société, il n'a pas été possible d'opérer ce type de nomination.

– *Interdépendance* entre la BCE et les BCN : celle-ci résulte de la participation des BCN à la fondation de la BCE, qui a bénéficié de l'apport en capital des BCN (5 milliards d'euros) ainsi que du transfert d'une partie de leurs réserves de change (50 milliards d'euros).

– *Fédéralisme* du SEBC : ce système peut être qualifié de fédéral dans la mesure où les décisions monétaires sont centralisées au niveau de la BCE, alors que leur exécution est décentralisée au niveau des différentes banques centrales nationales (BCN). La BCE est seule habilitée à autoriser l'émission de billets de banque en euros ; le Conseil des gouverneurs prend les décisions de politique monétaire (variations des taux directeurs et des taux de réserves obligatoires). Les conseils des banques centrales nationales indépendantes (Conseil de la politique monétaire français, Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne, par exemple) ont transmis, le 1er janvier 1999, leur pouvoir de décision monétaire au Conseil des gouverneurs de la BCE. Ce dernier réunit un directoire de six personnes, nommées, depuis le 2 mai 1998, par les chefs d'État ou de gouvernement des pays adhérents, ainsi que les onze gouverneurs des banques centrales nationales de ces pays.

De façon décentralisée, le SEBC émet les billets qui seront les seuls à avoir cours légal, en 2002, dans les pays de l'UEM. Les BCN assurent l'exécution des décisions de la BCE, en mettant en œuvre les instruments mis au point par l'IME et ratifiés par le Conseil des gouverneurs. Enfin, les BCN sont tenues de veiller au bon fonctionnement des systèmes des paiements, notamment des RTGS (TBF, en ce qui concerne la Banque de France) pour qu'ils puissent alimenter le système *Target* qui assure la connexion entre eux.

Cette architecture originale a suscité des critiques ; les dernières ont été exprimées dans les *Perspectives économiques* de l'OCDE 1998 [13]. Selon celles-ci, le Conseil des gouverneurs ayant une composante majoritaire de gouverneurs des BCN (11/17 membres), la BCE pourrait être la cible de pressions nationales visant à modifier sa politique. Les « *onze gouverneurs continueront d'être largement confrontés à des problèmes d'ordre national dans le cadre de leurs activités quotidiennes, ce qui porte en germe le risque d'une prise en compte excessive des conditions de chaque région* ». Cette crainte conduit l'OCDE à approuver la non-publication des minutes des réunions du Conseil, qui permet aux gouverneurs de se mieux dégager des contraintes nationales. La crainte des influences nationales méconnaît, semble-t-il, le principe à la base de la composition du Conseil : chaque gouverneur, disposant d'une voix quelle que soit l'importance de son pays, n'est pas censé représenter un pays mais doit assumer les intérêts de l'ensemble de la zone euro.

[13] *Perspectives économiques* de l'OCDE, n° 64

Les *Perspectives économiques* de l'OCDE soulignent la nécessité d'une coordination à la fois entre les autorités nationales de surveillance bancaire ainsi qu'entre celles-ci et le SEBC, puisque la BCE n'est investie d'aucune responsabilité de surveillance prudentielle des établissements de crédit. En fait, la décentralisation du système implique que, conformément au principe de subsidiarité, la surveillance du système bancaire reste de compétence nationale avec la spécificité propre à chaque pays. Néanmoins, cette situation pourrait évoluer si des restructurations transfrontière conduisaient à l'émergence d'établissements dotés de réseaux européens denses qui n'auraient plus de localisation nationale principale.

La possibilité de défaut peut aussi ne pas se limiter à une banque nationale mais s'étendre à plusieurs, faisant naître des crises de liquidité conduisant au risque systémique. Un ou plusieurs krachs boursiers pourraient susciter des risques analogues. Qui assumerait alors la fonction de prêteur en dernier ressort ? Cette interrogation sonne douloureusement aux oreilles des banquiers centraux car un problème lié à l'aléa de moralité surgit immédiatement si une banque centrale proclame qu'elle fera face à tout risque bancaire. D'où la nécessité de faire preuve d'« incertitude constructive » en ne donnant pas aux banques la certitude d'un sauvetage inconditionnel tout en limitant le risque d'instabilité. La période récente a vu la multiplication des interventions des banques centrales comme prêteur en dernier ressort. Au Japon, tout d'abord, où la Banque centrale, par l'intermédiaire de l'agence de garantie des dépôts, a créé de la base monétaire (c'est-à-dire de la monnaie à son bilan) pour acheter des obligations émises par les banques afin de recapitaliser ces dernières. Le même processus se répète dans de nombreux pays asiatiques. Comment analyser le risque de liquidité dans la zone euro ? Si ce risque concernait la totalité des systèmes bancaires européens, la BCE baisserait les taux d'intérêt à court terme, ce qui revient à dire qu'elle injecterait des liquidités additionnelles dans le marché interbancaire. Elle pourrait aussi soit fournir directement des liquidités, soit coordonner des interventions effectuées par les BCN. En revanche, il ne peut être question d'abaisser les taux d'intervention de la BCE si un seul système bancaire national est en cause. Une banque centrale nationale peut-elle décider de prêter un supplément de liquidité aux banques commerciales du pays en difficulté ? Dans un premier temps, elle ferait baisser les taux de marché du pays en dessous du taux d'intervention de la BCE ; dans un second temps, tous les marchés financiers étant arbitrés, il y aurait baisse des taux de marché dans l'ensemble de la zone, ce qui ne peut être toléré puisque cela reviendrait à mettre en cause l'unicité de sa politique monétaire. Là aussi, la solution semble bien relever du partage de compétences, une coordination s'établissant entre la BCN concernée et la BCE : la BCN pourrait être autorisée à accroître le niveau de liquidités prêtées au système bancaire en difficulté alors que les autres BCN feraient l'inverse.

2.2. Un dispositif pragmatique de politique monétaire de type « Europe continentale »

Il semble que les recommandations, d'abord, du Conseil de l'IME puis les décisions du Conseil des gouverneurs aient été d'assurer une continuité avec les systèmes des principaux pays de la zone euro, tout en tenant compte des expériences nationales.

Comme tout système monétaire, le nouveau système est caractérisé par l'autorité qui le dirige, par la stratégie de celle-ci et par ses instruments. L'autorité monétaire est la BCE dirigée par le Conseil des gouverneurs. La BCE ayant été créée dès juin 1998, le Conseil des gouverneurs a tenu des réunions préparatoires afin de préciser ses objectifs et ses moyens d'action avant de les mettre en œuvre le 1er janvier 1999.

2.2.1. Objectifs et stratégie du SEBC

Le Conseil des gouverneurs a défini la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro compte tenu de l'*objectif final* déterminé par le traité de Maastricht, la stabilité des prix (article 105, alinéa 1). Le Conseil l'a définie, en octobre 1998, comme étant « *une progression sur un an de l'indice des prix inférieure à 2 % dans la zone euro* ». L'indice considéré est l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). La BCE a pour objectif la stabilité des prix comme l'avaient auparavant la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France. Cependant, l'article 105 alinéa 1 du Traité dispose « *L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix* » ; mais il poursuit : « *Sans préjudice de la stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté* » tels que définis dans l'article 2 du Traité. La Communauté a pour mission « *de promouvoir un développement harmonieux et équilibré de activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une croissance durable et non inflationniste respectant l'environnement, un haut degré de convergence des performances économiques, un niveau d'emploi et de protection sociale élevé...* ». La lecture de ces articles montre que la rédaction du Traité fixe une hiérarchie forte entre des objectifs, semble-t-il, plus étendus que celui retenu pour les Banques centrales française et allemande.

Quelle stratégie pour remplir cet objectif ? Le Conseil des gouverneurs avait le choix entre se référer à un taux de change, à un taux d'intérêt, à une cible monétaire, à une cible d'inflation... Une stratégie de taux de change eût impliqué de lier l'euro par un *peg* au dollar ayant pour conséquence l'entrée de l'UEM dans la zone dollar. En fait, l'euro flotte vis-à-vis du dollar, du yen, de la livre sterling… Le Conseil ne pouvait pas non plus rechercher un taux d'intérêt : comment connaître le taux d'intérêt réel compatible avec la stabilité des prix ? Restait donc le choix entre des *objectifs intermédiaires* quantitatifs, comme en Allemagne et en France (agrégats monétaires établis au plan européen), ou bien une *cible d'inflation* comme au Royaume-Uni. Il pouvait aussi, comme le Système fédéral de réserve américain, mener une politique discrétionnaire à partir d'une simple batterie d'indicateurs établis au plan européen.

Le Conseil des gouverneurs a souhaité continuer à adopter des objectifs explicites, sans doute afin d'éviter toute incertitude sur ses intentions. Une cible d'inflation aurait pu procurer une ancre nominale transparente pour les agents économiques : un taux de variation de l'indice des prix est plus évocateur pour eux que des variations d'agrégats. Cependant, le Conseil, s'il a quantifié l'objectif final, n'a pas publié de prévision d'inflation, ne souhaitant pas faire de cette prévision un outil de base, compte tenu peut-être des difficultés liées au suivi d'un indice des prix à la consommation en période de baisse des prix (cf. les discussions, notamment aux États-Unis, relatives à la surévaluation éventuelle de l'indice) et à sa construction harmonisée dans la zone euro.

Le Conseil, désireux de poursuivre une politique de continuité par rapport aux orientations générales de la Banque de France et de la Banque fédérale d'Allemagne, a d'abord précisé qu'il adoptait une stratégie de suivi d'un agrégat large, M3 [14], harmonisé pour l'ensemble de l'UEM, tout en affirmant que cet agrégat était une « valeur de référence » et non un strict objectif intermédiaire. Cette décision prudente tient compte des incertitudes relatives à la relation entre agrégat monétaire et inflation future dans

[14] M3 comprend la monnaie fiduciaire ainsi que les exigibilités suivantes : dépôts à vue, dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, pensions, titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans et, enfin, les titres d'OPCVM monétaires et les instruments du marché monétaire. L'agrégat M3 pour la zone euro apparaît plus large que celui construit pour la politique monétaire française.

l'économie contemporaine. Les variations de M3 en Allemagne et en France ont été peu liées, depuis le début des années quatre-vingt-dix, aux variations du taux d'inflation, voire même à celles du produit nominal. Même les banques centrales, qui ont eu recours à un objectif intermédiaire quantitatif, l'ont utilisé avec pragmatisme . Le Conseil de la politique monétaire français n'a pas tenu compte du caractère négatif de M3 en 1996, ni de son niveau très faible l'année suivante. La Banque nationale suisse l'a appliqué aussi avec souplesse. De plus, l'instabilité de la demande de monnaie risque d'être particulièrement forte au commencement de l'Union monétaire. Le choix d'un agrégat large, plus large que l'agrégat français, doit permettre de prendre en compte les effets de substitution liés aux innovations financières, qui ne peuvent que se multiplier dans la zone euro.

La valeur de référence de croissance de la masse monétaire a été fixée à 4,5 % pour la première année de fonctionnement du SEBC. La fixation de cette valeur a été opérée, dans le cadre d'une hypothèse de glissement des prix inférieur à 2 % l'an, en tenant compte de la croissance potentielle (croissance tendancielle du PIB réel) ainsi que de l'évolution anticipée de la vitesse de circulation de la monnaie, estimée en ralentissement de 0,5 % à 1,0 % l'an à moyen terme. La croissance tendancielle de la zone euro a été estimée à 2,0 %-2,25 % par an. La première référence a été utilisée dans le passé par la Banque de France et par la Banque fédérale d'Allemagne avec toutes les incertitudes qui sont attachées au concept de croissance potentielle. La Banque fédérale d'Allemagne recourait aussi à la vitesse de circulation de la monnaie, variable que la Banque de France n'utilisait pas, compte tenu de son instabilité, même à moyen terme. Enfin, les membres du Conseil des gouverneurs ont décidé que le suivi de la valeur de référence serait complété par celui d'un certain nombre d'indicateurs économiques et financiers afin d'évaluer les risques pour la stabilité des prix dans la zone euro.

On peut regretter qu'au nombre des indicateurs ne figure pas l'agrégat de financement suivi en France, l'endettement intérieur brut, susceptible de donner des informations non seulement sur l'évolution des financements par la voie du crédit mais aussi par recours au marché. Le suivi de cet indice, sans doute difficile à calculer aujourd'hui au plan de la zone euro, permettrait d'anticiper des risques de « bulle » financière et immobilière. De même, la connaissance de l'évolution du prix des actifs pourrait être utile. C'est pourquoi la Banque de France y travaille au plan national et a publié, dans son *Bulletin* de novembre 1998, les premiers résultats relatifs à la construction d'un indicateur du prix des actifs.

2.2.2. Instruments du SEBC

Enfin, le Conseil des gouverneurs a ratifié les instruments et les procédures nécessaires à l'application de la politique monétaire unique et mises au point par l'Institut monétaire européen (IME), dont le Conseil était composé des gouverneurs de banques centrales des quinze pays membres de l'Union européenne. Pour mener une politique de taux d'intérêt (et non de base monétaire), le SEBC dispose de trois types d'instruments mis en œuvre par les BCN pour exécuter les décisions du Conseil des gouverneurs : les opérations d'*open market* effectuées aux conditions du marché, les facilités permanentes accessibles aux contreparties bancaires et les réserves obligatoires.

*Opérations d'*open market *effectuées aux conditions du marché*

Les opérations d'*open market*, qui jouent un rôle prépondérant dans la régulation monétaire, comportent plusieurs catégories. Les *appels d'offres réguliers* en monnaie centrale euro (opérations de refinancement principales) constituent l'instrument essentiel de refinancement et de pilotage des taux d'intérêt à court terme. Ils s'opèrent à taux fixe

ou à taux variable. Les concours octroyés par cette voie prennent principalement la forme de prises en pension ou de prêts garantis, selon une périodicité hebdomadaire. Ces concours sont d'une durée de deux semaines. D'autres procédures de refinancement à des échéances plus éloignées (trois mois) sont aussi mises en place. Elles sont menées à taux variable. Enfin, des *opérations de réglage fin* et des *opérations dites structurelles* complètent le dispositif.

Facilités permanentes accessibles aux contreparties bancaires

En plus de ces procédures de marché, les établissements de crédit du SEBC disposent de deux *facilités permanentes* à 24 heures : une facilité de refinancement marginal et une facilité de reprise de dépôt. La première sert à prêter de la monnaie centrale en euros pour satisfaire les besoins temporaires de liquidité à un taux plafond ; la seconde, dont le taux constitue le plancher du marché interbancaire, offre une possibilité de placement des excédents de trésorerie. Leur utilisation est à la discrétion des contreparties. Ces deux instruments délimitent le corridor de fluctuations du prix de l'argent au jour le jour. Les taux d'intérêt pratiqués à ces guichets ont valeur d'indication sur l'orientation durable de la politique monétaire.

Le système d'intervention comprend ainsi trois taux directeurs : un *taux de refinancement régulier*, encadré par un taux de niveau élevé (*jalon haut*) relatif à une possibilité permanente de prêt aux établissements de crédit et par un taux de faible niveau assurant les reprises de liquidité (*jalon bas*).

Le Conseil des gouverneurs a décidé, le 22 décembre 1998, d'utiliser, à partir du 4 janvier 1999, comme taux de refinancement régulier, le taux de 3 % adopté le 3 décembre par dix des onze des banques centrales nationales pour leurs interventions (appel d'offres, *repo*…), la Banque d'Italie se ralliant à ce taux à la fin de l'année. Le Conseil a fixé aussi les taux des facilités permanentes : le jalon haut à 4,5 % et le jalon bas à 2,0 %.Toutefois, entre les 4 et 21 janvier 1999, le corridor a été plus étroit, compris entre 2,75 % et 3,25 %, pour éviter des mouvements trop amples sur les marchés.

Le 8 avril, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les taux directeurs à 2,5 % pour le refinancement régulier et à 3,5 % et 1,5 % pour les jalons haut et bas. Cette décision a été prise alors que, selon le communiqué du Conseil des gouverneurs, « *de nombreuses prévisions relatives à la hausse future des prix dans la zone euro ont été révisée à la baisse ... et que la croissance du PIB s'affaiblissait...* ».

Ainsi, le Conseil des gouverneurs, en faisant varier les taux directeurs, peut-il agir sur les conditions de refinancement des établissements de crédit des pays de la zone euro.

Réserves obligatoires

L'ensemble du dispositif est complété par un système de *réserves obligatoires* rémunérées. En adoptant ce système des réserves obligatoires, la BCE montre qu'elle se démarque de la pratique américaine du *fine tuning* (réglage fin), avec lequel le Système fédéral de réserve intervient pour régler le niveau des liquidités. Elle se différencie aussi de la récente pratique française qui, en allégeant les taux des réserves obligatoires depuis mai 1992, avait diminué leur rôle et suscité des interventions plus fréquentes sur le taux au jour le jour. Constituées à partir de moyennes sur une période donnée, les réserves obligatoires permettent d'amortir l'impact des variations trop brusques de la liquidité bancaire et de lisser l'évolution des taux d'intérêt à court terme. L'instauration de ces réserves est aussi un moyen pour le SEBC d'accroître la dépendance des établissements de crédit à son égard : elle permet de les maintenir « en banque ». Le

8 juillet 1998, le Conseil des gouverneurs a décidé que les établissements de crédit confieraient à leurs banques centrales nationales entre 1,5 % et 2,5 % du montant de leurs dépôts, taux fixé en octobre à 2,0 %. Le taux de rémunération des réserves est la moyenne des taux d'appels d'offres de la période de leur constitution.

Le dispositif du SEBC apporte-t-il d'importantes modifications par rapport aux instruments mis en œuvre dans les différents pays de la zone euro ?

Ces pays utilisaient bien les trois grandes catégories d'opérations, opérations d'*open market*, facilités permanentes et réserves obligatoires, mais avec des modalités diverses.

– En ce qui concerne les *opérations d'open market*, celles-ci avaient pris une importance croissante au cours des dix dernières années à la fois d'une manière systématique et pour le réglage fin de la liquidité. Le recours aux instruments faisant jouer les lois du marché s'est confirmé dans le SEBC. Les pensions constituaient le principal instrument pour les opérations d'*open market* ; elles conservent cette prééminence dans le SEBC. Les opérations ferme d'*open market* se pratiquaient dans trois pays de la zone euro mais ne jouaient un rôle majeur qu'en Finlande. Les « opérations ferme » sont utilisées, dans le cadre du SEBC, pour le réglage fin et pour les opérations structurelles, ces dernières pouvant aussi être effectuées à l'aide d'un nouvel instrument, l'émission de certificats de dette.

  L'opération principale de refinancement a une fréquence hebdomadaire, alors que la Banque de France organisait des appels d'offres deux fois par semaine pour des concours d'une durée d'une semaine ; les nouveaux concours sont d'une durée de deux semaines, au lieu d'une. Les appels d'offres dans le cadre du SEBC donnent lieu à des adjudications à taux fixe ou à taux variable, alors que ces derniers n'étaient pas utilisés par la Banque de France.

  Un nouvel instrument est mis à la disposition de la Banque de France et des autres BCN, les opérations de refinancement à plus long terme (trois mois) destinées à satisfaire les besoins de refinancement des établissements de taille petite ou moyenne.

  Les opérations de réglage fin visant à atténuer les chocs transitoires sur la liquidité bancaire sont devenues beaucoup moins fréquentes : la Banque de France y avait largement recours depuis que les taux des réserves obligatoires avaient été abaissés. Dans le SEBC, la gestion des liquidités étant régulée en amont par des réserves obligatoires, le recours aux opérations de réglage fin devrait être moins fréquent. Cependant, elles constituent la seule catégorie d'opérations que la BCE pourrait effectuer elle-même, mais dans des circonstances exceptionnelles.

– Toutes les banques centrales de la zone euro avaient recours aux facilités permanentes, à la seule exception de la Banque d'Espagne. Il y avait, toutefois, des différences entre les pays dans le dosage des diverses facilités. C'est ainsi qu'en France était organisée une possibilité de refinancement marginal à un taux de pénalisation pour une durée de 5 à 10 jours, alors que dans d'autres pays étaient prévues des avances assorties d'un taux inférieur à celui du marché ou encore la faculté de constituer des dépôts à la Banque centrale. Dans le système du SEBC, deux facilités permanentes sont organisées à 24 heures, l'une de prêt marginal, l'autre de dépôt.

– Dans tous les pays de la zone euro, le système bancaire était déjà assujetti à des réserves obligatoires, à l'exception de la Belgique. Les taux des réserves convergeaient vers des niveaux peu élevés, compte tenu du risque de désintermédiation financière ou de délocalisation des dépôts hors des pays où elles n'étaient pas rémunérées (Allemagne, Autriche, Espagne, Finlande, France, Portugal). Dans le cadre du SEBC, la décision de rémunérer les réserves supprime ces risques.

Dans le cadre de la nouvelle politique monétaire unique, comment le mécanisme de transmission à l'économie réelle par le canal du taux de l'intérêt va-t-il fonctionner ? Si les réactions nationales des différentes économies à une même variation de taux directeur étaient fortement différenciées, la mise en œuvre de stratégies à l'échelle de la zone deviendrait fort difficile. De nombreuses études empiriques se sont efforcées d'apprécier ce risque. Elles ont rencontré des difficultés, compte tenu des novations qu'elles doivent intégrer : mutations structurelles sur les marchés des biens et du travail ainsi que sur les marchés financiers. Certes, ces mutations se développeront dans le temps, mais des canaux de transmission importants ont déjà disparu totalement : fluctuations de change, écarts de taux d'intérêt, primes de risque de change (leur disparition avait, en fait, déjà largement commencé avec la convergence financière). C'est pourquoi, il a paru nécessaire de recourir à des modèles multinationaux corrigés des effets immédiats de l'introduction de l'euro [15]. Ces études montrent que l'élasticité de l'activité aux variations du taux d'intérêt dans les trois principaux pays, Allemagne, France, Italie, serait très comparable. La règle de Taylor, peu adaptée aux petits pays, fonctionnerait efficacement pour un modèle à cinq pays incluant l'Allemagne, l'Autriche, la France et les Pays-Bas. Les mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la future zone euro, qui forme une large économie relativement fermée sur l'extérieur, présenteraient finalement des ressemblances avec ceux observés aux États-Unis.

Ce nouveau système de politique monétaire, assez proche des dispositifs utilisés auparavant dans l'Europe continentale tout en s'en différenciant sur certains points (à titre d'exemple : absence de réescompte, qui existait encore dans le système allemand), comprend des instruments simples et lisibles reposant principalement sur des opérations d'*open market* ainsi que sur des facilités permanentes. Ces instruments s'inscrivent dans une certaine continuité de ceux utilisés par la plupart des BCN et plus particulièrement de ceux expérimentés par la Banque fédérale d'Allemagne et par la Banque de France.

2.3. La politique de change

Les orientations stratégiques déjà arrêtées par le Conseil des gouverneurs ne font pas du taux de change un objectif final, ceci contrairement à ce qui était pratiqué dans les petits pays du SME. Même en France, la stabilité du franc « vis-à-vis des monnaies les plus stables du SME » constituait l'un des objectifs intermédiaires. Cependant, le taux de change sera un élément de réflexion parce que c'est une donnée disponible et aisément lisible, alors que les autres données statistiques sont, pour le moment, peu fiables (masse monétaire, balance des paiements...). De plus, la crédibilité de la banque centrale nationale, nécessaire à la défense de la monnaie nationale, se trouve reportée au niveau de la BCE. Mais des incertitudes subsistent sur la volatilité à attendre de la parité euro/dollar . Selon certaines analyses non vérifiées à ce jour, elle pourrait être forte, en raison des arbitrages incessants entre les trois principales monnaies (dollar, yen, euro). D'autres font valoir, en revanche, que l'importance de la taille du marché euro/dollar pourrait entraîner la réduction de la volatilité ; d'ailleurs, la contrainte devrait être moins forte car la zone euro est moins ouverte sur l'extérieur que ne l'était chaque pays membre [16].

[15] Dornbush, Favero, Giavazzi, « Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy », *Economic policy*, vol. 26, avril 1998

[16] Le rapport importations/PIB, qui mesure la vulnérabilité d'un pays à la fluctuation de la monnaie dominante
(le dollar), est de l'ordre de 10 %, contre 23 % en moyenne pour chaque pays membre.

Dans cette situation d'incertitude, peut-on envisager une politique de change de l'UEM ? Cette interrogation en suscite d'autres. Quelle est l'autorité qui en serait responsable ? Quels seraient ses objectifs et ses moyens d'action dans les zones d'action de l'euro ?

Quelle autorité ?

En ce qui concerne le régime de change, comme on l'a vu dans la première partie, seuls les gouvernements sont compétents. Il reviendrait donc au Conseil Ecofin de l'Union européenne (à quinze pays) de négocier, le cas échéant, des accords du type de ceux signés après la seconde guerre mondiale à Bretton Woods. Pour ce qui concerne les orientations générales d'une politique de change impliquant la possibilité d'une action sur les cours, il est nécessaire de distinguer le cas d'une intervention directe par des achats ou des ventes de devises de celui d'une action indirecte sur le cours du change par une variation des taux directeurs. La première hypothèse conduit à recourir à la responsabilité de la BCE dans le cadre des orientations générales indiquées par le Conseil Ecofin ; dans la seconde hypothèse, la décision relève du seul Conseil des gouverneurs de la BCE.

Quels moyens ?

Ceux-ci doivent être analysés selon les zones d'impact de l'euro.

Dans l'*Union européenne* (quinze pays), l'euro joue le rôle de monnaie de référence. Deux pays ont adhéré au nouveau mécanisme de change (MCE II), la Grèce ayant accepté une marge de fluctuation de la drachme par rapport à l'euro de ± 15 %, le Danemark la limitant à ± 2,25 %. Le Royaume-Uni et la Suède ne sont pas entrés dans le nouveau mécanisme auquel il est nécessaire, selon le traité de Maastricht, d'adhérer deux ans au moins avant l'entrée dans l'UEM. Au sein du MCE II, où est organisé un système de changes stables, la BCE doit assurer la défense éventuelle des monnaies de la Grèce et du Danemark dans les mêmes conditions que celles qui existaient dans le SME. Les interventions aux marges sont automatiques et illimitées ; toutefois, la BCE peut les suspendre si elles lui apparaissaient contraires à l'objectif de stabilité des prix.

À la *périphérie de la zone euro*, l'euro joue le rôle de « monnaie ancre », se substituant au franc dans les pays africains et au deutschemark dans l'Europe de l'Est. Cette situation nouvelle conduit à observer les fluctuations des monnaies de ces pays, notamment de ceux d'entre eux qui sont candidats à l'entrée dans l'UEM après son élargissement. Pour ce qui concerne les pays dotés du franc CFA, un mécanisme budgétaire garantit la convertibilité de ce dernier par le Trésor français. L'entrée dans la monnaie unique a entraîné une simple substitution de l'euro au franc [17].

Au sein du *Système monétaire international*, la BCE peut-elle mener une politique de change qui permettrait de contrôler une éventuelle volatilité dollar/euro et de promouvoir l'euro au statut de monnaie internationale ? On connaît les avantages que tirent les États-Unis de la prédominance du dollar. L'UEM peut-elle se les approprier ? En fait, pour accéder au statut de monnaie internationale, l'euro doit devenir une monnaie de placement, une monnaie de réserve et une monnaie de facturation, ce qui prendra nécessairement du temps.

[17] La parité franc/euro a été fixée, le 31 décembre 1998, à 1 euro = 6,55957, ce qui équivaut à 1 euro = 655,957 francs CFA

En régime de change flottant, les moyens d'une politique de change apparaissent limités. Le taux de change ne se décrète pas : celui de l'euro résulte, comme les autres taux de change, de sa demande et de son offre. De nombreuses études récentes montrent que le taux de change est soumis à des déterminants fondamentaux à long terme, qui tendent à le ramener vers sa valeur d'équilibre, définie comme celle compatible avec l'équilibre interne (niveau de production permettant la pleine utilisation des capacités de production et taux de chômage égal au *Nairu*) ainsi qu'avec l'équilibre externe (niveau soutenable de balance des paiements). Néanmoins, des « mésalignements » peuvent se révéler durables et appeler des corrections. Ces dernières impliquent, pour être efficaces, une action d'ensemble portant à la fois sur les taux directeurs, sur des interventions sur les marchés de change ainsi que sur des déclarations appropriées des autorités politiques et monétaires. Autrement dit, les actions sur le change impliquent la concertation étroite des différentes autorités, concertation difficile à réaliser entre, aux deux extrêmes, les partisans d'un volontarisme et ceux qui, devant la moindre vulnérabilité de la zone euro, adopteraient volontiers une attitude de *benign neglect* à la manière de John Connally, secrétaire d'État américain au Trésor de l'administration Nixon, qui affirmait « *le dollar est notre monnaie, c'est votre problème* ». Des tensions risquent ainsi de naître entre les décideurs quant aux choix de politique à mener à l'égard du dollar. Or, il faut garder présent à l'esprit que les marchés détestent l'incertitude…

Quoiqu'il en soit, le SEBC a besoin de réserves de change, pour aider au fonctionnement du MCE II, pour asseoir la crédibilité de la nouvelle monnaie sur les marchés et, éventuellement, les dissuader de lancer des attaques contre elle. Elle doit donc disposer des réserves de change mobilisables dans la zone euro, qui s'élevaient au début de 1998 à 208 milliards d'euros en devises, dont 39 milliards ont été transférés à la BCE mais restent, en fait, inscrits dans les livres des BCN [18].

Devant les risques de volatilité des taux de change, des appels se répètent en faveur d'une coordination internationale pouvant aller jusqu'à la fixation de zones cibles pour l'euro et pour d'autres monnaies. L'adoption de « zones cibles » semble irréalisable en raison des problèmes posés tant par leur définition opérationnelle que par la mise au point de moyens susceptibles d'assurer leur respect. Les banques centrales ne sont pas favorables à un taux de change fixe qui reviendrait à leur retirer une partie de leur marge d'action dans la mesure où elles seraient obligées de modifier leurs taux directeurs indépendamment de leur objectif final, la stabilité des prix, cela à seule fin de défendre les parités des monnaies. C'est pourquoi, la réflexion dans le cadre de la « nouvelle architecture du système monétaire international » s'oriente plutôt vers un renforcement de la coopération entre les principaux blocs monétaires (dollar, euro, yen) au sein du Système monétaire international. C'est dans le cadre de ces stratégies coopératives que les banques centrales indépendantes ont à exercer un rôle essentiel dans un univers financier globalisé où la distinction entre politique monétaire interne et politique monétaire externe devient dépourvue de signification.

[18] Les réserves transférées à la BCE, à compter du 1er janvier 1999, par les onze BCN appartenant à l'UEM, s'établissent à 39,46 milliards d'euros, dont 15 % en or.

Le SEBC a le statut de banque centrale ; il profite largement de l'expérience acquise par les banques nationales dans l'accès au statut complet de banque centrale située au centre du système des paiements. Ce fut le résultat d'une longue évolution, qui n'a été obtenu, pour la plupart des banques nationales, que dans la période contemporaine. Il leur a fallu abandonner leur clientèle privée. Les liens qui les attachaient à l'État ont été dénoués lorsque celui-ci leur a accordé l'indépendance : elles ont cessé de lui consentir des concours et ont assumé la responsabilité de diriger la politique monétaire. Au contraire, dès ses débuts, le SEBC est indépendant et peut se consacrer pleinement à la direction de la politique monétaire de l'Union économique et monétaire et coopérer à l'instauration d'une relative stabilité des changes. Ses débuts se sont déroulés dans des conditions favorables : le taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) était faible (0,9 % en novembre 1998) et le taux directeur principal avait été abaissé, en décembre 1998, à 3 %, à la suite de la convergence financière opérée dans les onze pays membres de l'UEM. Ce fut une tâche ardue menée depuis plusieurs années dans le contexte de marchés agités. Mais, depuis le début janvier 1999, la BCE a une autre tâche tout aussi délicate, celle d'asseoir sa propre crédibilité et d'assumer de larges responsabilités dans l'économie mondiale. Enfin, même si beaucoup de conditions semblent réunies pour permettre au SEBC de mener une politique plus flexible que ne pouvaient le faire les banques centrales nationales, la politique monétaire ne constituera qu'un des éléments du *policy mix* et, surtout, elle ne pourra se substituer aux réformes structurelles nécessaires en Europe continentale. Le Japon a échoué, faute de telles réformes, et ceci malgré des taux d'intérêt très faibles, alors que le Système fédéral de réserve peut conduire un pilotage habile de la politique monétaire en raison des réformes structurelles qui ont accru la capacité d'innovation de l'économie américaine.

Bibliographie

Aglietta Michel — *Genèse des banques centrales et légitimité de la monaie*, Annales ESC, mai-juin 1992

Banque centrale européenne (BCE) — – *La politique monétaire unique en phase III*, septembre 1998
– *Bulletin mensuel*

Banque de France — – *La politique monétaire à l'heure des marchés de capitaux*, 1998
– *Rapports* adressés au Président de la République et au Parlement par Jean-Claude Trichet, gouverneur
– *Bulletin de la Banque de France*
– *Note d'information* n° 112 – décembre 1998 « La politique monétaire du Système européen de banques centrales – Instrument et procédures »

Barro R. — *Inflation and Economic Growth*, NBER n° 5326, octobre 1995

Barro R. et Gordon D. — « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy » *Journal of Monetary Economics*, juillet 1983

Bassoni M. et Cartapanis A. — « Autonomie des banques centrales et performances macroéconomiques, un réexamen », *Revue économique*, mars 1995

Blinder — *Central Banking in Theory and Practise*, Marshall Lecture Cambridge, Royaume-Uni, mai 1995

Boissieu (de) Christian — « Monnaie et économie », *Economica*, 1998

Cecchetti S. — *Inflation Indicators and Inflation Policy*, NPER n° 51621, 6 juin 1995

Chaîneau A. — *Mécanisme et politique monétaire*, Paris PUF, 1996

Dwyer — « Rules and Discretion in Monetary Policy », *Revue de la Banque de réserve fédérale de Saint-Louis*, mai-juin 1993

Estrelle A. et Mishkin F. — *Is There a Role for Monetary Agregates in the Conduct of Monetary Policy?*, NBER Working Paper, novembre 1996

Flouzat Denise — *L'euro*, Les Éditions Milan, 1998

Frideman B.M. et Hahn F. — *Handbook in Monetary Economics*, Amsterdam North, Holland, 1990

Hardy D. — *How often should a Central Bank Intervene?*, Working Paper 97/24, FMI, février

Institut monétaire européen (IME) — – *Rapport sur la convergence*, mars 1998
– *Rapport annuel*

OCDE — *Perspectives économiques*, n° 64, 1998

Saint-Marc M. et Beckerman — *L'euro*, Que sais-je ?, PUF, 1999

Taylor J.B. — *Discretion Versus Policy Rules in Practise*, Cernegies-Rochester, Conferences Series in Public Policy n° 39, 1993

Modes de financement des entreprises allemandes et françaises

L'analyse des modes de financement des entreprises allemandes et françaises a été menée dans le cadre d'un projet d'étude commun auquel ont participé des économistes de la Banque de France et de la Banque fédérale d'Allemagne [1]*. Cette étude comporte une analyse descriptive des structures de financement au passif et des composantes de l'actif ainsi qu'une modélisation économétrique sur données de panel du comportement d'endettement des sociétés de capitaux de l'industrie manufacturière en France et en Allemagne.*

Il ressort de l'analyse descriptive que le financement des entreprises dans les deux pays est marqué par des différences structurelles très importantes. Elles sont liées au contexte législatif et juridique spécifique à chaque pays ainsi qu'au rôle particulier joué par les banques dans le financement des petites et moyennes entreprises. Il apparaît également que la composition des actifs diffère d'un pays à l'autre.

Menée sur la période 1990-1995, l'étude économétrique sur les deux échantillons cylindrés cherche à estimer les déterminants microéconomiques du comportement d'endettement des entreprises françaises et allemandes. Elle suggère que, malgré les différences importantes entre les deux pays concernant l'évolution de la dette au cours de la période, et par classe de taille, les coefficients estimés sont de même signe et très proches à court terme. La croissance exerce un effet positif sur le niveau d'endettement, comme le suggère la théorie du signal, alors que la corrélation négative entre le profit et la dette est conforme à la théorie de la hiérarchie des financements. Le coût de financement a aussi un impact négatif sur la dette, et dans les deux pays, l'effet est plus fort pour les grandes entreprises.

Les résultats de ces recherches fournissent des éléments pour l'analyse des mécanismes de transmission monétaire au sein de l'Union monétaire européenne.

Élisabeth KREMP – Annie SAUVÉ
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises
Bernard PARANQUE
Secrétariat d'État aux PME [2]

---

[1] Cet article est une synthèse de l'étude publiée sous le titre *Corporate Finance in Germany and France*, réalisée par Hans Friderichs, Dieter Gerdesmeier, Élizabeth Kremp, Bernard Paranque, Annie Sauvé, Manfred Scheuer et Elmar Stöss. Les auteurs tiennent à remercier Bruno Cillard, Didier Cochonneau et Claude Truy pour le travail de constitution des fichiers.

La version française de l'étude paraîtra en fin d'année dans les études de l'Observatoire des entreprises.

[2] À l'Observatoire des entreprises au moment de l'étude

1. Méthodologie et harmonisation comptable

L'étude est fondée sur l'analyse des bilans et comptes annuels des entreprises de l'industrie manufacturière constituées sous forme de sociétés anonymes et de SARL ; les informations sont issues des bases de données de la Banque de France (échantillon des entreprises adhérant, sur la base du volontariat, à la Centrale de bilans) et de la Banque fédérale d'Allemagne.

Caractéristiques des échantillons

En Allemagne, jusqu'à l'entrée en Union monétaire, la collecte des comptes annuels des entreprises était liée à la mise en œuvre des procédures de réescompte des effets de commerce. Conformément au paragraphe 19 de la loi sur la Banque fédérale d'Allemagne, celle-ci était autorisée, dans le cadre des opérations de réescompte avec les établissements de crédit, à procéder à l'achat d'effets garantis par trois parties réputées solvables. Les entreprises concernées devaient transmettre leurs comptes annuels aux succursales de la Banque fédérale d'Allemagne afin que la Banque centrale puisse procéder à l'évaluation de leur solvabilité.

L'hypothèse selon laquelle l'échantillon allemand ainsi constitué pourrait être biaisé ne semble pas vérifiée dans la mesure où les taux de défaillance dans les secteurs étudiés sont voisins de ceux établis par les statistiques officielles. En effet, si, dans le cadre des procédures de réescompte, les établissements de crédit effectuent une présélection des bilans transmis à la Banque fédérale d'Allemagne en vue de l'évaluation de la solvabilité des parties dont la signature est apposée sur les effets de commerce, ils ne disposent souvent d'aucune information directe sur la solvabilité des parties autres que les débiteurs.

Cette étude couvre la période 1987-1995 pour l'Allemagne, et 1987-1996 [1] pour la France. Il a semblé judicieux de retenir l'année 1987 comme date initiale, car la transposition de la quatrième Directive européenne dans la législation comptable allemande [2] est intervenue à cette date. L'harmonisation minimale des réglementations comptables ainsi réalisée fournit le cadre nécessaire à la mise au point d'une présentation commune des bilans des entreprises des deux pays.

Pour l'analyse descriptive, le choix s'est porté sur la constitution d'échantillons glissants sur deux ans afin de préserver l'aspect dynamique des données, de fournir une image plus fidèle de l'économie en perpétuelle mutation et d'obtenir une meilleure représentativité de la population des entreprises de l'industrie manufacturière. En revanche, l'analyse économétrique est fondée sur l'examen d'un échantillon cylindré sur l'ensemble de la période, réduisant ainsi, dans une large mesure, les problèmes techniques de spécification du modèle.

L'échantillon de la Banque de France compte près de 15 000 entreprises, et celui de la Banque fédérale d'Allemagne un peu plus de 9 000 entreprises de la partie occidentale de ce pays. Afin de bien cerner le comportement financier des firmes, les échantillons ont été analysés selon un critère de taille fondé sur les effectifs. Ce critère semble mieux convenir pour une analyse à long terme qu'une répartition établie en fonction du chiffre d'affaires, dans la mesure où il est moins sensible aux évolutions conjoncturelles de l'activité économique et de l'inflation dans les deux pays. Cinq tranches de taille ont été définies [3].

[1] *La majorité des bilans correspondant aux exercices clôturés en 1996 étaient déjà dans la base au moment du lancement du projet.*

[2] *Ces nouvelles dispositions ont été adoptées dès 1982 en France.*

[3] *La première de 0 à 19 salariés, puis de 20 à 99, de 100 à 499, de 500 à 1 999 et la dernière de plus de 2 000 salariés.*

.../...

En France, 54 % de l'échantillon est constitué d'entreprises employant entre 20 et 100 salariés, contre 44 % en Allemagne. Dans le premier cas, les trois quarts des entreprises de l'échantillon ont entre 20 et 500 salariés, alors que 70 % des firmes appartiennent à cette tranche de taille outre-Rhin. Les grandes entreprises, dont les effectifs sont supérieurs à 500 salariés, représentent 9 % de l'échantillon allemand, contre 4,7 % dans l'Hexagone.

Mesurée en termes d'effectifs, la représentativité de la sous-population des entreprises industrielles de 20 à 500 salariés adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France atteint 57,6 %. Ce taux s'élève à près de 80 % pour les entreprises de plus de 500 salariés. Globalement, le taux de couverture des firmes industrielles s'établit à plus de 60 %.

Les 9 000 entreprises retenues ne représentent que 13 % environ des sociétés de l'industrie manufacturière de la partie occidentale de l'Allemagne, mais réalisent plus de 70 % du chiffre d'affaires total de ces sociétés. Évaluée en termes de chiffre d'affaires, la représentativité des secteurs des biens intermédiaires et d'équipement est sensiblement plus élevée que celle des secteurs des biens de consommation durables et non durables.

Contrairement à l'échantillon allemand, les taux de couverture français font apparaître une composition plus homogène par secteur d'activité économique. La plus forte proportion des très grandes entreprises (2 000 salariés et plus) dans l'échantillon allemand (2,0 % en Allemagne, contre 0,7 % en France) correspond certes à la réalité économique, mais pourrait, ainsi que la représentativité élevée de certains secteurs, refléter l'importance de l'utilisation des effets de commerce comme instrument de financement dans chacun des domaines d'activité.

Deux indicateurs sont retenus dans l'analyse descriptive : la médiane et le ratio moyen. La médiane [4] permet de retracer le comportement central des entreprises et n'est pas, comme le ratio moyen [5], encore appelé moyenne pondérée, influencée par les grandes entreprises. Toutefois, le ratio moyen traduit la situation globale du secteur et, en raison de son caractère additif, est utilisé pour montrer l'évolution de la structure du passif des entreprises industrielles.

[4] *Les entreprises sont ordonnées en fonction de la valeur croissante de leur ratio, la médiane est la valeur du ratio de l'entreprise qui partage la population en deux parties égales.*

[5] *Le ratio moyen est la moyenne des ratios individuels pondérée par la variable du dénominateur du ratio, c'est-à-dire le rapport entre la somme des numérateurs et la somme des dénominateurs.*

L'un des objectifs du projet étant de promouvoir l'échange d'informations entre les deux Institutions en vue de mieux appréhender les structures financières des entreprises allemandes et françaises, des efforts importants ont été entrepris pour harmoniser les données des deux pays.

La transposition de la quatrième Directive européenne dans la législation comptable respective de chacun des pays constitue une avancée importante dans la réduction des divergences en matière de comptabilité entre les différents États membres. Toutefois, comme cette Directive sur les règles comptables des entreprises visait uniquement à établir des normes minimales de déclaration et n'a pas tenté d'uniformiser les pratiques nationales d'évaluation, des différences subsistent. Afin de les neutraliser, il a été procédé à la recherche d'un concept comptable commun s'inspirant de la méthodologie adoptée dans la base *BACH* [3]. L'harmonisation a pu être poussée plus loin dans la mesure où l'objectif de comparabilité était limité à deux pays.

[3] *BACH* (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized*) est une base de données contenant des informations agrégées et harmonisées sur les comptes annuels des entreprises non financières et couvre 11 pays européens, le Japon et les États-Unis.

1.1. Problèmes comptables résolus

La présentation des dettes et créances

Selon le plan comptable général français (PCG), les postes sont présentés en fonction de leur nature, alors qu'en Allemagne, conformément à la quatrième Directive européenne, ils sont présentés en fonction du degré d'intégration financière. Ainsi, en Allemagne, les dettes et créances commerciales à l'égard des « groupe et associés » doivent figurer sous une rubrique « créances et dettes à l'égard du groupe et des associés » (et non « créances ou dettes commerciales »).

Cette différence notable est une source majeure de surestimation de l'ampleur des dettes et créances commerciales en France par rapport aux montants comptabilisés dans les bilans allemands.

Certaines informations supplémentaires collectées auprès des adhérents de la Centrale de bilans ont permis de réintégrer la part des dettes et créances commerciales à l'égard des « groupe et associés » sous une rubrique unique : dettes envers les « groupe et associés » au passif ou créances à l'égard des « groupe et associés » à l'actif dans la présentation harmonisée du bilan pour les deux pays. En moyenne pondérée, l'indicateur ainsi créé regroupant l'ensemble des créances à l'égard des « groupe et associés » s'élève à 10 % du total du bilan, alors qu'en compensation, les créances commerciales diminuent de 24 % à 19 % et le poste « autres créances » de 9 % à 4 %. Les conséquences sur la structure du passif sont encore plus importantes. Une fois les mesures d'ajustement prises, l'ensemble des dettes à l'égard des « groupe et associés » représente 12 % du passif. Par ailleurs, on observe une diminution concomitante de 3 points des dettes commerciales, de 8 points environ des « autres dettes financières » et de 1 point des autres dettes.

La présentation des comptes annuels avant ou après affectation du bénéfice

À la différence des entreprises françaises, qui présentent leurs comptes annuels avant affectation du bénéfice, inscrit sous une sous-rubrique des capitaux propres, les entreprises allemandes les présentent après affectation au moins partielle du bénéfice, dans la mesure où certaines d'entre elles sont légalement ou statutairement tenues d'imputer les bénéfices dès la date de clôture de l'exercice. Elles inscrivent uniquement la partie non distribuée des bénéfices de l'année sous la rubrique des fonds propres, les bénéfices à distribuer sous forme de dividendes figurant sous la rubrique des capitaux d'emprunt.

Afin de faciliter l'analyse de l'évolution des fonds propres des entreprises allemandes, quelle que soit la politique de distribution adoptée, tous les comptes annuels inclus dans le fichier de la Banque fédérale d'Allemagne intègrent le bénéfice total de l'exercice avant transfert des bénéfices et des pertes.

La présentation des provisions et réserves réglementées

En Allemagne, la réglementation concernant le traitement des amortissements dérogatoires et des réserves défiscalisées a une incidence sur les capitaux propres. Ces réserves, qui ne sont soumises à l'impôt, en fait, que lors de leur réintégration, doivent être inscrites dans un poste de provisions réglementées. Comme les amortissements dérogatoires, elles revêtent un double caractère (il s'agit en partie de capitaux et en partie de provisions pour impôts à payer) ; il en résulte que, pour les besoins de l'analyse financière, 50 % des réserves spéciales sont intégrées aux fonds propres et 50 % aux capitaux empruntés. Afin de satisfaire les exigences de comparabilité, le montant total de ce type de réserves a été inscrit sous une sous-rubrique spéciale des fonds propres.

1.2. Divergences comptables atténuées

La différenciation des autres dettes et autres créances

Par analogie avec les mesures prises pour l'ajustement des dettes et des créances envers le groupe et les associés, les « autres créances » et « autres dettes » ont été inscrites sous une seule rubrique, comprenant les composantes à la fois financières et non financières des créances et des dettes.

La présentation des actifs financiers

En France, le poste « titres de participation » englobe les notions de « filiales » (détention d'une participation supérieure à 50 % dans le capital d'une autre société) et « participations » (détention comprise entre 10 % et 50 %). En raison de l'absence de cette distinction dans les bilans français, les deux postes ont été regroupés en un seul pour l'analyse des bilans allemands.

La définition de la participation diffère entre les deux pays : le seuil de détention est de 10 % du capital de l'entreprise dans laquelle les fonds ont été investis en France et de 20 % en Allemagne.

La délimitation entre participations et autres investissements financiers à long terme est ainsi faussée et conduit à une sous-estimation du degré d'interconnexion financière entre sociétés dans les comptes allemands. Afin de limiter l'impact de ces divergences, seule la position totale des actifs financiers a été observée.

1.3. Écarts comptables subsistants

Différences dans la présentation et l'évaluation des provisions

Alors qu'en France des règles précises sont définies par l'Ordre des experts comptables en vue de la détermination du montant devant être provisionné, les entreprises allemandes disposent d'une plus grande souplesse en la matière. Par ailleurs, les provisions pour engagements envers des tiers sont généralement obligatoires en Allemagne, ce qui n'est pas le cas en France. Cette obligation concerne des rubriques telles que les provisions pour retraites. En Allemagne, les prestations de retraite de l'entreprise constituent généralement des engagements directs pour l'employeur.

Divergences en matière d'évaluation des immobilisations corporelles et des stocks

La réglementation allemande permet d'intégrer à l'évaluation des immobilisations corporelles et des stocks des éléments de coûts (dépenses d'administration, frais généraux, amortissement des actifs immobilisés, intérêts sur emprunts…), dans une limite supérieure à celle autorisée par la réglementation française, plus restrictive.

Divergences en matière de comptabilisation des éléments incorporels

La capitalisation des dépenses de recherche et développement est interdite en Allemagne, alors qu'en France les frais concernant un projet bien individualisé et ayant de sérieuses chances de rentabilité commerciale peuvent être immobilisés et amortis sur cinq ans maximum.

Le traitement du crédit-bail

En règle générale, en France, et suivant la méthodologie retenue dans la base *BACH*, les immobilisations acquises par voie de crédit-bail figurent dans le bilan du bailleur jusqu'à ce qu'une option d'achat soit exercée, alors que dans les comptes allemands, où, d'un point de vue économique, le locataire est considéré comme le propriétaire, ces éléments doivent être enregistrés comme un actif pour le locataire qui les immobilise au coût d'acquisition et compense ce montant par inscription au passif des sommes restant dues.

Comptabilisation des aides et subventions

En Allemagne, selon les recommandations du Comité des commissaires aux comptes et dans la mesure où elles ne sont pas remboursables, les subventions et les aides accordées doivent être soit déduites des frais d'acquisition, soit inscrites au passif à un poste indépendant. Un virement direct au compte de résultat ne peut se justifier que dans des cas exceptionnels. En revanche, le droit comptable français offre aux entreprises la possibilité de virer le montant des subventions d'investissement directement dans le compte de résultat au titre des produits exceptionnels ou d'inscrire cette somme à un poste de passif dans les capitaux propres afin de permettre un échelonnement sur plusieurs exercices.

2. Financement : des différences significatives entre pays

L'étude descriptive a pour objet d'analyser les différentes sources de financement utilisées par les entreprises en France et en Allemagne afin d'assurer la couverture des besoins inscrits à l'actif de leur bilan.

Cette démarche soulève plusieurs questions importantes.

– Quelles sont les principales caractéristiques financières des entreprises selon le pays ?

– Comment ont-elles évolué au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix ?

– Comment s'expliquent ces différences ?

– Enfin, dans quelle mesure ces divergences reflètent-elles les caractéristiques fondamentales du cadre institutionnel national en général et du système national de financement en particulier ?

2.1. Structures financières : modification en France, stabilité en Allemagne

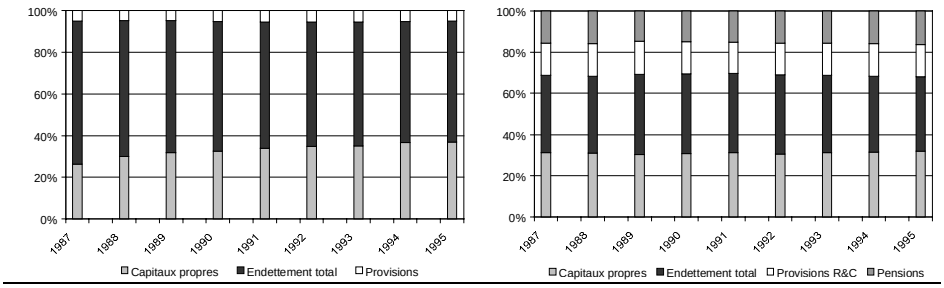
Les principales sources de financement des entreprises en France et en Allemagne diffèrent largement, notamment en matière de *fonds propres, de dettes et de provisions pour risques et charges*. Trois caractéristiques sont d'une importance particulière lorsque l'on analyse les *moyennes pondérées* des ratios respectifs :

– les activités de financement des entreprises industrielles allemandes ont tendance à reposer, dans une proportion pratiquement similaire, sur les trois sources de financement, alors que les entreprises françaises ne recourent qu'aux fonds propres et aux fonds empruntés. Pour les secondes, les provisions jouent un rôle moins important et par conséquent, leur endettement total est approximativement deux fois plus élevé que celui des entreprises allemandes ;

Structure du passif

En France — En Allemagne

moyenne pondérée en % — *moyenne pondérée en %*



Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne — Données : mars 1998

– les structures de financement des entreprises ouest-allemandes sont restées plus ou moins stables durant la période analysée, alors que les entreprises françaises ont sensiblement amélioré leur situation financière à la fin des années quatre-vingt et durant la première moitié de la décennie quatre-vingt-dix en augmentant de manière significative leur niveau de fonds propres ;

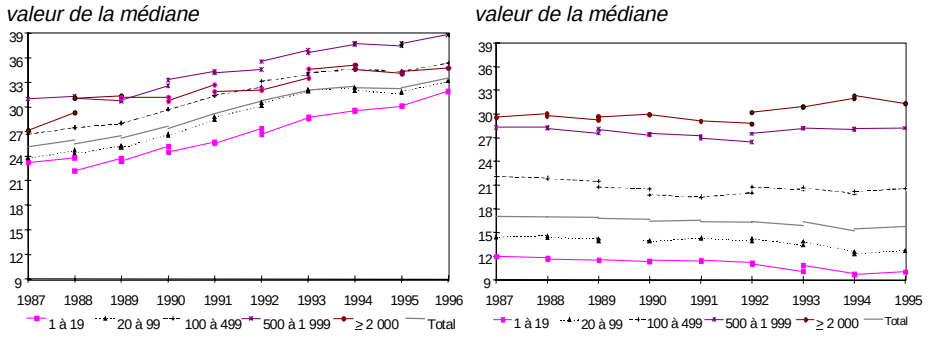
– si l'on distingue les entreprises selon leur taille, les structures financières des firmes françaises ont tendance à être beaucoup plus homogènes que celles de leurs homologues ouest-allemandes.

2.1.1. Croissance des fonds propres en France

Contrairement à l'Allemagne, où la part [4] des fonds propres dans le bilan des entreprises industrielles est demeurée relativement stable, à 31 %, durant la période considérée, en France, ce ratio s'est inscrit en progression sensible (de 26 % en 1987 à 37 % en 1995). Cette augmentation a été particulièrement marquée durant la phase d'accélération de la reprise économique et s'est poursuivie à un rythme plus lent à partir de 1993.

De même, en termes de médiane, la part des fonds propres des entreprises françaises est passée de 25 % à 32 % du total du bilan au cours de la période, alors qu'elle restait constante et de l'ordre de 16 % du passif dans les firmes industrielles allemandes.

Capitaux propres nets en pourcentage du total du bilan
Par classe de taille



Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne Données : mars 1998

Ces différences reflètent l'importance et le rôle que jouent les fonds propres dans la détermination de la solvabilité selon les pays. De plus, la ventilation en cinq classes de taille fait apparaître les comportements différents des firmes industrielles. Alors que la dotation en fonds propres des entreprises françaises est relativement homogène quelle que soit la taille considérée, en Allemagne la dispersion est de l'ordre de 20 points de pourcentage. Les grandes entreprises y disposent de fonds propres dont la part dans le bilan, comparable à celle de leurs homologues françaises de même taille, est près de trois fois plus élevée que celle des entreprises de moins de 100 salariés.

Avec un ratio médian de fonds propres de 10 % en 1995, les très petites entreprises allemandes ne disposent que du tiers des montants accumulés par leurs homologues françaises : ce ratio atteint 12,7 % pour les firmes de 20 à 99 salariés et 20,5 % pour celles dont les effectifs sont compris entre 100 et 499 salariés en Allemagne, contre, respectivement, 31,7 % et 34,3 % en France. L'autonomie financière des plus petites entreprises allemandes s'affaiblit légèrement au cours de la période 1987-1995, alors que celle des grandes s'améliore. Au total, il en résulte une tendance à la polarisation marquée des structures financières dans l'industrie allemande, alors que les entreprises françaises, quelle que soit leur taille, renforcent continûment leurs fonds propres.

L'évolution des fonds propres dans les entreprises des deux pays a été fortement influencée par le mode d'affectation des résultats lié à des dispositions fiscales.

[4] Moyenne pondérée

En France, les taux d'imposition des bénéfices ont été régulièrement réduits, de 50,0 % en 1987 à 33,33 % en 1993 [4], créant par conséquent un écart important (plus de 20 points entre 1991 et 1995) entre le taux d'imposition correspondant à la tranche supérieure de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (56,8 %) et le taux des bénéfices mis en réserve. De plus, de 1989 à 1992, l'application d'un taux plus faible à la part non distribuée des bénéfices (34 % en 1992, contre 42 % pour les bénéfices distribués) a également contribué à l'accroissement des réserves. La capitalisation directe des bénéfices dans l'entreprise a été particulièrement attrayante en France ; en Allemagne, au contraire, la partie mise en réserve des bénéfices a été davantage imposée que la part distribuée. Le taux standard appliqué aux bénéfices mis en réserve a fluctué entre 56 % en début de période et 50 % en 1990 et 1993, et a été fixé à 45 % en 1994, taux auquel a été ajoutée une surtaxe de 3,38 % correspondant à l'impôt supplémentaire de solidarité. Le taux d'imposition des bénéfices distribués lui a été de 15 à 20 points inférieur.

En Allemagne, les réductions des taux de l'impôt sur les sociétés ont été introduites plus tard qu'en France (au début de 1990), et les taux appliqués aux bénéfices non distribués (45 %) ont constamment excédé le niveau français (33 %). En conséquence, l'écart entre le taux d'imposition sur les bénéfices mis en réserve et le taux maximum de l'impôt sur le revenu a été beaucoup moins important et n'a pas incité fortement les entreprises allemandes, contrairement à ce qui se produisait en France, à améliorer les structures de leur capital.

2.1.2. Structures d'endettement spécifiques

En Allemagne, l'importance des dettes dépend fortement de la taille des entreprises. Si l'on observe la médiane, le ratio d'endettement varie entre 30 % pour les plus grandes entreprises et 80 % pour les plus petites, alors qu'en France l'écart n'est que de 10 points entre les deux classes extrêmes de taille. De plus, une tendance à la baisse continue de l'endettement a été observée en France au cours des années quatre-vingt-dix. Contrairement au constat dressé en France, la situation financière des entreprises manufacturières allemandes présente des divergences importantes selon la taille des entreprises et, de plus, ces différences se sont même accentuées durant la période considérée.

La tendance globale à la réduction régulière de l'endettement bancaire a été vérifiée en France quelle que soit la taille des entreprises. Les PME ont certes eu plus recours aux prêts et concours bancaires (10 % du total du bilan) que les très grandes entreprises (2 % à 3 %), qui peuvent lever des fonds sur les marchés de capitaux. Le ratio de dette bancaire de ces dernières est pratiquement identique et aussi faible que celui de leurs homologues allemandes.

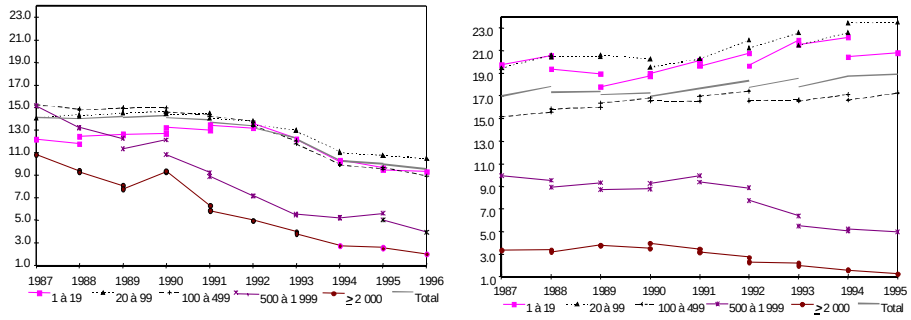
En effet, les entreprises allemandes de plus de 2 000 salariés dépendent peu ou pratiquement pas des banques. En moyenne pondérée, les crédits bancaires n'y ont pas dépassé 2,5 % du total du bilan, et même 1,5 % en médiane à la fin de la période. En revanche, un processus d'intermédiation croissante apparaît dans les PME allemandes (sur la période, progression de 19 % à 23,5 % du ratio médian d'endettement bancaire dans les entreprises de 20 à 100 salariés). Pour ces entreprises, le crédit bancaire classique constitue la source la plus importante de financement et confirme leur dépendance vis-à-vis du système bancaire.

[4] Des modifications de taux sont intervenues à partir de 1995 : instauration d'une cotisation spéciale de 10 %, puis de 15 % dans les grandes entreprises, et réduction à 19 % pour les petites entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions de francs.

Endettement bancaire en pourcentage du total du bilan
Par classe de taille

En France — En Allemagne

valeur de la médiane — *valeur de la médiane*



Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne — Données : mars 1998

Le comportement des entreprises allemandes en matière d'endettement est largement déterminé par les dispositions législatives. Les exigences des créanciers sont prises en compte par la loi sur la faillite et la loi régissant les biens, cette dernière permettant une vaste mobilisation des actifs du bilan pour couvrir le risque de crédit. En raison de ces possibilités étendues et flexibles de mobilisation, il est assez courant de voir les banques se transmettre, par le biais d'une cession générale, le montant total des créances à recevoir ou l'ensemble des immobilisations corporelles d'une entreprise. Dans le cas de certaines PME, 70 % à 80 % des actifs d'exploitation peuvent ainsi être mobilisés, afin de constituer des garanties pour les prêts des banques.

Certaines catégories de créanciers, notamment les banques, bénéficient en Allemagne d'une solide protection contre les pertes en cas de faillite. En appliquant les dispositions de la législation sur la faillite, elles peuvent, dans une large mesure, limiter le risque de défaut par la constitution d'hypothèques ou de nantissements. En France, une telle protection contre les pertes occasionnées par les créances irrécouvrables en cas de faillite est plus rare. Les dispositions de la loi française sur la faillite ont pour objectif essentiel la sauvegarde de l'entreprise avec pour corollaire un « gel » des droits des créanciers afin d'éviter la destruction prématurée de l'actif de l'entreprise défaillante. Depuis la loi de 1994, les créances garanties par les sûretés immobilières ou mobilières spéciales assorties d'un droit de rétention ou constituées en application de la loi relative au nantissement de l'outillage et du matériel d'équipement sont réglées en priorité, mais primées, toutefois, par les créances assorties du superprivilège des salariés. En tout état de cause, les banques françaises courent un risque plus grand d'enregistrer des pertes liées à l'insolvabilité de leur débiteur que leurs homologues allemandes.

De plus, l'établissement de relations privilégiées entre l'entreprise allemande et sa banque (principe de la *Hausbank*) favorise l'octroi de crédits aux PME. La plupart d'entre elles accordent la priorité à une seule banque, qui effectue la plus grande partie de leurs transactions bancaires, et, en contrepartie, s'engage à long terme vis-à-vis de ses clients fidèles. Cette relation stable favorise un climat de confiance et de coopération entre les sociétés et les banques concernées, ce qui permet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information, et elle assure un meilleur contrôle par la banque, ce qui minimise le risque de crédit qu'elle supporte. La banque principale (*Hausbank*) assure aux PME un accès souple et aisé aux concours à court terme ; elle participe également au financement à long terme et favorise ainsi les opérations de

restructuration et de croissance. En cas de difficultés financières, elle joue un rôle actif, en contribuant à maintenir l'exploitation par le renforcement des fonds propres, l'annulation ou la restructuration des dettes, l'octroi de nouveaux crédits. Elle peut également exercer une influence sur les stratégies de gestion des entreprises et leurs décisions d'investissement.
La structure de la dette bancaire diffère largement d'un pays à l'autre. Les concours bancaires courants apparaissent particulièrement faibles en France. La situation contraire caractérise l'endettement des firmes allemandes : de plus, les deux pays présentent une hiérarchie inverse de la dette bancaire selon le terme et la taille des sociétés.

Importante source de financement pour les PME allemandes, les crédits bancaires à court terme ne jouent qu'un rôle mineur dans le financement des PME françaises. Un quart des petites entreprises en Allemagne et des entreprises de moins de 100 salariés en France ne font pas du tout appel aux crédits bancaires courants ; la médiane du ratio crédits bancaires courants/total du bilan est de 10 % dans les entreprises de moins de 100 salariés allemandes, contre 1 % pour leurs homologues françaises. La dispersion est beaucoup plus large en Allemagne.

Par contre, les très grandes entreprises françaises ont parallèlement plus recours au crédit bancaire à court terme que leurs homologues allemandes : en 1995, la médiane est de, respectivement, 1,5 % et 0,5 %.

En France, les entreprises et leurs clients font largement appel au crédit interentreprises. En Allemagne, par contre, le recours aux escomptes de règlement, de l'ordre de 2 % à 3 %, rend le paiement comptant plus attractif. En assumant la fonction de volant de financement à court terme, la dette commerciale joue un rôle important dans le système de financement des entreprises françaises, alors que ce rôle est imparti aux prêts bancaires à court terme en Allemagne.

Les prêts des « groupe et associés » représentent une autre source de financement privilégiée par les entreprises. Globalement, les fonds empruntés auprès des « groupe et associés » se sont accrus à un rythme accéléré en Allemagne (doublement de la médiane du ratio prêts des « groupe et associés »/total du bilan), alors qu'ils sont restés pratiquement constants en France, sauf pour les très grandes entreprises.

2.1.3. Rôle des provisions en Allemagne

Un autre élément caractéristique des systèmes de financement dans les deux pays réside dans le rôle différent qui est imparti aux provisions pour risques et charges.

Les données recueillies en termes tant de moyenne pondérée que de médiane du ratio « provisions/total du bilan » montrent que ces fonds ont une importance toute particulière dans le financement des sociétés allemandes, notamment des plus grandes, alors qu'ils ne jouent le plus souvent qu'un rôle marginal dans le financement des entreprises françaises.

En effet, le montant des provisions constituées pour risques et charges représente, en moyenne pondérée, 30 % du total du bilan dans les entreprises allemandes, contre 5 % pour les firmes françaises. Ce ratio est supérieur à 12 % dans la moitié des firmes allemandes, alors qu'il est nul pour 50 % des entreprises françaises.

La valeur élevée du ratio moyen par rapport à la médiane reflète l'importance des provisions dans les sociétés de très grande taille. Dans la moitié de ces entreprises, elles dépassent 31 % en raison, notamment, de la constitution d'importantes provisions pour

retraites, alors que ce poste est inférieur à 5 % dans la moitié des PME. Les dispersions en fonction de la taille reflètent les différences observées dans les conditions de constitution de ce type de provisions. Parmi les régimes de retraite complémentaire mis en place dans les entreprises allemandes et ayant vocation à compléter le régime public obligatoire d'assurance retraite, les régimes administrés par les employeurs sont de loin les plus répandus.

L'entreprise s'engage par contrat à verser au bénéficiaire une prestation de retraite lorsqu'il atteint l'âge de la retraite obligatoire. Du fait de cet engagement, l'employé détient une créance sur son employeur. Conformément à la quatrième Directive européenne, l'entreprise doit donc constituer des provisions qui lui permettront d'honorer sa dette lors du départ en retraite des salariés. La législation fiscale a fixé à 6 % le taux actuariel retenu pour le calcul des retraites. Le montant de la dotation aux provisions correspond à la contribution annuelle de l'entreprise pour la constitution du capital retraite de ses employés versé sous la forme d'une rente mensuelle.

La constitution de provisions permet aux entreprises d'accumuler les montants nécessaires bien avant que ceux-ci ne deviennent exigibles et donc de réduire leur bénéfice déclaré (d'où un allégement anticipé de leur fardeau fiscal) ; elle leur laisse ainsi la possibilité d'employer librement à long terme les ressources accumulées, comme s'il s'agissait de fonds autogénérés (effet de financement par le truchement du réinvestissement des fonds à l'intérieur de l'entreprise).

Au total, dans les très grandes entreprises allemandes, les provisions pour risques et charges, au nombre desquelles il faut compter les dotations effectuées pour le règlement des retraites, constituent une source de financement d'une importance similaire aux fonds propres et à l'endettement total.

2.2. Une part croissante des investissements financiers

Une comparaison des structures de financement demeurerait particulièrement rudimentaire si l'on omettait de prendre en compte les différences dans les structures de l'actif. En effet, le comportement des sociétés en matière de financement dépend largement de leurs besoins de financement liés au cycle de rotation des actifs.

Alors que les bilans des entreprises manufacturières présentent au passif des structures distinctes en France et en Allemagne, les différences de structures que l'on peut observer pour les actifs circulants et les immobilisations sont nettement moins prononcées.

On peut émettre l'hypothèse que l'évolution sur le long terme des actifs corporels reflète non seulement l'incertitude marquant les anticipations des investisseurs à la fin de la période considérée, mais, dans une certaine mesure, également la tendance accrue à la croissance externe. Les grandes entreprises, notamment, ont privilégié de plus en plus l'acquisition d'investissements et de participations. Au début des années quatre-vingt-dix, en raison d'opportunités d'arbitrage, il semble qu'une forte proportion d'entreprises manufacturières aient décidé d'affecter une large part de leur trésorerie à l'achat d'actifs financiers, notamment de participations, plutôt que d'investir dans de nouvelles immobilisations corporelles.

Cette stratégie de croissance externe, qui témoigne de l'intensification des efforts de mondialisation et de la tendance croissante à l'externalisation des activités, a été

particulièrement prononcée dans le cas des entreprises de plus de 2 000 salariés, dont le ratio des immobilisations financières a fortement progressé, passant de 6 % en 1987 à 14 % en 1995 en France et de 7 % à quelque 16 % en Allemagne.

Cette évolution a résulté dans sa quasi-totalité d'une forte hausse des actions et des participations, qui ont doublé durant la période sous revue. En revanche, dans les entreprises de 500 à 1 999 salariés, les actifs financiers ont progressé à un rythme plus modéré, de l'ordre de 2 % en France comme en Allemagne.

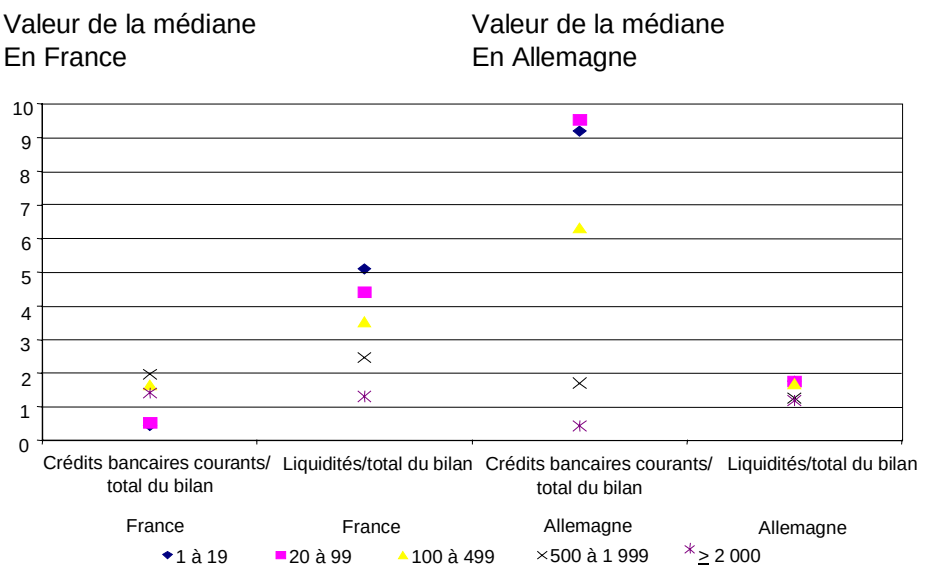
En ce qui concerne les actifs circulants, les signes d'une forte concentration ou de participations croisées plus étroites dans les secteurs manufacturiers français et allemand se traduisent par une progression du ratio « créances vis-à-vis du groupe et associés/total des actifs ».

Comme prévu, les fonds requis pour le financement intragroupe ont été fournis presque exclusivement par les grandes entreprises appartenant aux deux classes de taille supérieure (500 salariés et plus). Ce type de stratégie financière globalisée paraît être essentiellement une caractéristique des grands groupes dans le cadre du financement de leurs filiales.

Comme on l'a vu dans la section précédente à propos des dettes commerciales, la charge résultant des crédits commerciaux accordés aux clients a été beaucoup plus lourde pour les entreprises manufacturières françaises que pour leurs homologues allemandes.

Si l'on mesure les liquidités (valeurs mobilières et disponibilités) par rapport au total du bilan, on constate une différence légère mais non négligeable entre les entreprises françaises et allemandes. Il semble que la stratégie financière des sociétés manufacturières allemandes soit peu influencée par cet élément : leur ratio de liquidité est de l'ordre de 2 %. À la nette différence de leurs homologues allemandes, les PME françaises ont comptabilisé dans leur bilan une proportion plus importante et relativement stable de liquidités (de l'ordre de 5 %).

Flexibilité financière en 1995



Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne Données : mars 1998

D'un certain point de vue, la hiérarchie d'un pays à l'autre sur ce ratio est symétrique à celle relevée sur le crédit bancaire courant. S'agissant des petites entreprises allemandes, on peut penser que, eu égard à leur facilité d'accès au crédit bancaire sous la forme de lignes permanentes ou de crédit global d'exploitation, rien ne justifie une large accumulation de disponibilités et de valeurs mobilières. Il en va tout autrement de leurs homologues françaises, dont la part des prêts bancaires à court terme inscrits au bilan est constamment demeurée très faible. Ce moindre recours au crédit bancaire à court terme est peut-être dû à la présence de disponibilités ou à la difficulté d'obtenir des banques des garanties d'accès à la liquidité externe (concours bancaires courants). Cette situation contraint les entreprises de ce segment de taille à détenir des disponibilités pour gérer leur flexibilité financière.

Au total, l'analyse descriptive fait apparaître de larges divergences dans les structures du capital des entreprises, leurs sources de financement jouant généralement des rôles très distincts dans les secteurs industriels des deux pays. Les principales différences s'observent sur :

– le niveau de fonds propres, où l'effet taille est plus accentué en Allemagne et la croissance plus forte en France ;

– les montants élevés des provisions accumulées par les grandes entreprises allemandes ;

– l'accès aux crédits bancaires et une structure inversée des composantes court terme/long terme, indiquant que les banques françaises sont plus engagées dans des activités de financement des investissements, tandis que leurs homologues allemandes s'emploient, essentiellement, à couvrir les besoins en fonds de roulement ;

– les liquidités comptabilisées au bilan, liées aux différences de stratégies mises en œuvre pour assurer à l'entreprise la flexibilité financière requise ;

– enfin, les niveaux de stocks, plus importants outre-Rhin.

Dans le cas de l'Allemagne, on constate que le système du financement des entreprises est scindé entre un secteur des PME et un secteur des grandes entreprises. Des différences fondamentales apparaissent en termes d'accès aux sources de financement, d'intensité d'utilisation de celles-ci et de processus de substitution entre les différents modes de financement.

Le système de financement adopté par les PME allemandes pourrait être défini, comme étant celui du modèle traditionnel de financement bancaire, caractérisé par un niveau élevé d'endettement et d'intermédiation bancaire, et qui va de pair avec une très faible constitution de fonds propres.

Les grandes entreprises, en Allemagne, sont caractérisées par une large autonomie financière et un faible recours au crédit bancaire. Elles ont réussi à créer une sorte de marché financier interne qui leur procure la quasi-intégralité des fonds nécessaires au financement de leur cycle d'exploitation par accumulation de niveaux relativement élevés de capitaux propres et, plus important encore, d'un volume substantiel de provisions, généralement au moins aussi important que celui des fonds propres. Ce type de structure financière, qu'on peut qualifier « d'autonome », s'applique également au système de financement des entreprises en France.

Étant donné que les PME françaises ont amélioré régulièrement leur dotation en fonds propres au cours de la période sous revue, l'ensemble du secteur manufacturier affiche des structures de financement extrêmement homogènes, ce qui n'est pas le cas en Allemagne.

De plus, les données suggèrent que la dépendance des PME françaises vis-à-vis des banques est beaucoup moins forte que celle de leurs homologues allemandes, mais que, si le processus de désintermédiation bancaire est plus généralisé, il est beaucoup moins prononcé que dans le cas des grandes firmes allemandes.

On peut en conclure que le modèle français de financement des entreprises a subi une évolution, passant d'un système à forte intermédiation bancaire à un modèle plus proche du système anglo-saxon, fondé sur un financement par appel au marché financier.

Les résultats de cette analyse montrent que les sources principales de financement des entreprises françaises constituées en société sont les fonds propres, sous l'influence des résultats mis en réserve et du crédit-fournisseur, qui contribue à conférer une partie de la flexibilité financière nécessaire au cycle d'exploitation. Mais, comme en Allemagne, ce crédit est plus que compensé par celui accordé au client.

Au total, on observe ainsi que les différences entre les systèmes français et allemand de financement des entreprises sont liées aux contextes législatifs et juridiques propres à chaque pays ainsi qu'aux modalités de la relation entre les banques et les entreprises.

3. Des déterminants du comportement d'endettement peu différents

L'étude économétrique a pour objet de tester les hypothèses relatives aux différentes théories des déterminants des structures financières sur le comportement d'endettement des entreprises françaises et allemandes. Elle consiste en une estimation de la fonction d'endettement pour 2 899 entreprises françaises et 1 275 firmes allemandes présentes sur toute la période 1987-1995. Cette étude économétrique comparative repose sur des définitions similaires des variables et sur des séries de données harmonisées. Les panels sont relativement larges et incluent non seulement des grandes entreprises mais aussi des petites et moyennes entreprises. Elle s'appuie sur l'utilisation de la méthode des moments généralisés, qui est nécessaire dans le cas de l'estimation d'un modèle dynamique, intégrant des effets individuels fixes pour prendre en compte les caractéristiques non observables propres à chaque entreprise. Enfin, le modèle est estimé non seulement sur chacun des deux échantillons, mais aussi sur des sous-échantillons, afin de pouvoir distinguer d'éventuelles différences de comportement selon la taille de l'entreprise.

3.1. Principales hypothèses testées

Dans l'hypothèse de marchés de capitaux parfaits, le fameux théorème de Modigliani et Miller s'applique : la structure du capital est arbitraire et il n'existe aucune variable explicative. Toutefois, si l'on admet l'existence d'imperfections, tels les coûts de

faillite ou l'asymétrie de l'information, la question qui se pose immédiatement est de savoir quels sont les déterminants de l'endettement des entreprises.

La littérature empirique internationale relative à ces déterminants se caractérise par le fait que les auteurs ne testent pas un modèle théorique précis mais présentent une succession d'hypothèses relatives à différentes théories sur la structure du capital : théorie du coût d'accès, théorie de la hiérarchie des sources de financement et de l'asymétrie de l'information, rôle de la fiscalité, coûts de faillite, coûts d'agence, et théorie du signal. On obtient ainsi une longue liste de déterminants potentiels, dont les signes peuvent varier d'une théorie à l'autre. L'estimation du modèle permet de tester la validité des différentes hypothèses. On résume ci-dessous les explications alternatives proposées par cette littérature, en présentant les déterminants pour lesquels des données sont disponibles dans les deux pays.

Taille : D'un côté, les grandes entreprises ont plus facilement accès aux marchés financiers internationaux que les petites. L'endettement devrait alors être une fonction décroissante de la taille. D'un autre côté, lorsqu'elles décident de réduire leurs concours, les banques pourraient être davantage incitées à limiter d'abord les prêts à leurs petits clients, compte tenu de l'asymétrie d'information. Dans ce cas, on peut s'attendre à un endettement croissant avec la taille.

Croissance : Une croissance plus rapide de la firme peut accroître le besoin de financement externe, ce qui implique une corrélation positive entre ratio d'endettement et croissance. Cependant, la dynamique de la croissance interne peut accroître les coûts d'agence parce que ces firmes sont difficiles à contrôler. Le ratio d'endettement devrait alors diminuer.

Garanties : Lorsque l'information est asymétrique entre les entreprises et les banques, les coûts d'agence du créancier (la banque) peuvent être réduits si l'entreprise transmet les signaux nécessaires. Les garanties peuvent constituer un tel signal, qui diminue le risque d'aléa moral. L'approvisionnement en crédit bancaire et la valeur de la garantie devraient être affectés d'une corrélation positive.

Rentabilité : D'un côté, si la firme a une rentabilité élevée, le bailleur de fonds potentiel dispose d'un signal positif et l'interprète comme une probabilité plus forte d'obtenir le remboursement de la dette. Une corrélation positive semble donc logique. Une autre approche est fondée sur les asymétries d'information et sur la théorie de la hiérarchie des sources de financement, qui établit que les entreprises préfèrent se financer en priorité par autofinancement, puis par dette et enfin par fonds propres (émission d'actions nouvelles). On peut alors s'attendre à une relation négative entre les profits et le niveau d'endettement. Certains suggèrent que l'hypothèse de la hiérarchie des préférences pourrait s'appliquer plutôt aux petites entreprises, étant donné que le coût relatif de l'endettement et/ou des capitaux extérieurs peut être plus élevé pour elles.

Risque : Compte tenu des problèmes d'aléa moral et de sélection adverse que les banques doivent prendre en compte en tant que bailleurs de fonds, une forte volatilité des profits (souvent utilisée comme mesure du risque) peut conduire à une probabilité accrue de défaillance, suggérant une corrélation négative entre le ratio d'endettement et le risque. Contrastant avec cette approche traditionnelle, on trouve des arguments démontrant l'incidence positive que le risque peut avoir sur le ratio d'endettement. Les firmes à risque plus élevé seraient moins affectées par le problème du sous-investissement, de sorte que les coûts d'agence seraient réduits. De plus, les créanciers peuvent être enclins ou tenus de continuer à financer les firmes à risque dans l'espoir d'éviter la faillite, en particulier dans le cas des grandes entreprises.

Coûts de financement : Cette variable, qui semble un déterminant important de la dette d'une entreprise, est peu mentionnée dans la littérature sur les déterminants de la structure du capital. Une augmentation des coûts de financement devrait inciter une entreprise à réduire son endettement et à se financer par ses fonds propres.

Enfin, en raison de l'absence d'information disponible pour les deux pays, des variables prenant en compte les impôts, le système bancaire, les dépenses de recherche et développement, la structure de détention du capital ou la forme juridique n'ont pas pu être prises en compte. Il faut, néanmoins, souligner que certains de ces déterminants varient peu dans le temps et sont intégrés de façon indirecte par la présence d'effets fixes dans le modèle. D'autres variables, comme les impôts, sont en partie des variables macroéconomiques et sont introduites sous forme d'indicatrices temporelles.

Définition des variables et des échantillons pour l'analyse économétrique

Variable expliquée

Le ratio d'endettement est défini de la manière la plus générale possible et inclut les dettes commerciales. Le numérateur est égal à la somme des dettes à court et à long termes, sans les provisions. Le dénominateur est constitué par le total du bilan moins le capital non libéré, i.e. le total de l'actif. Certaines études empiriques comportent des définitions plus restrictives de l'endettement, par exemple le crédit bancaire. Ce type de procédure soulève la question de savoir si le crédit bancaire et les autres composantes de la dette peuvent être des substituts l'un à l'autre. Ces questions, qui semblent présenter un intérêt tout particulier pour la politique monétaire, n'entrent pas dans le cadre de cette étude.

Variables explicatives

- *La dynamique de croissance de l'entreprise est prise en compte en termes soit de croissance du total du bilan, soit de croissance du chiffre d'affaires ou encore de taux d'investissement, défini comme étant la variation des immobilisations corporelles par rapport au chiffre d'affaires.*
- *La garantie d'une entreprise est approximée par la somme des immobilisations corporelles et des stocks divisée par le total du bilan.*
- *Plusieurs définitions du profit sont possibles en théorie. Compte tenu des informations disponibles dans les deux pays, on a utilisé le profit net rapporté au total de l'actif, compris comme étant le retour sur investissement.*
- *Le risque est mesuré par la différence relative au carré entre le profit d'une entreprise donnée (profit net/chiffre d'affaires) et le profit moyen de toutes les firmes disponibles.*
- *Le coût de financement est défini comme les dépenses d'intérêt divisées par les dettes financières et peut être interprété comme étant le taux d'intérêt propre à l'entreprise.*

Constitution des échantillons pour l'analyse économétrique

Les firmes sans effectifs ou dotées de fonds propres négatifs ont été écartées du champ de l'étude économétrique. Ensuite, les entreprises dont les observations se situent hors de l'intervalle défini par les premier et troisième quartiles, plus ou moins cinq fois l'écart interquartile, ont été exclues pour les ratios : investissements nets/chiffre d'affaires, autofinancement/chiffre d'affaires, bénéfice net/total de l'actif, intérêts payés/dettes financières et risque. Pour les variables en taux de croissance (total du bilan, chiffre d'affaires, actifs corporels et taux d'investissement), les mêmes règles de sélection sur les queues de distribution ont été appliquées aux deux pays après vérification de la distribution. Les estimations sont fondées sur des panels cylindrés, c'est-à-dire sur des échantillons d'entreprises présentes sur toute la période 1987-1995. En effet, la nécessité d'estimer le modèle en différences premières, pour prendre en compte les effets fixes inobservables, et d'utiliser ensuite des variables retardées comme instruments, impose que les entreprises soient présentes plusieurs années de suite. Les échantillons comprennent respectivement 2 899 entreprises françaises et 1 275 entreprises allemandes.

Analyse de la variance et modèle économétrique

Les données disponibles sur les entreprises sont une combinaison d'informations en coupe et sur plusieurs années. Une équation d'endettement fondée sur un tel ensemble de données peut être estimée par la méthode des moindres carrés ordinaires, qui suppose que tous les paramètres sont identiques pour toutes les firmes. Toutefois, cette technique peut être biaisée si l'hétérogénéité inhérente des firmes est négligée. Les tests appropriés montrent habituellement que les modèles à effets fixes fournissent un meilleur ajustement. Ces modèles prennent explicitement en considération les différences entre les firmes.

Analyse de la variance

L'analyse de la décomposition de la variance pour les deux pays est faite en utilisant un simple modèle statique en niveau comportant des variables muettes relatives à l'année et à la taille mais sans variable muette relative à la firme. Le modèle présente la forme suivante :

$$y_{it} = \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + \beta_4 x_{4it} + \beta_5 x_{5it} + \alpha_j + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$
$$i = 1, \ldots, N, \quad j = 0 \text{ à } 5 \text{ et } t = 1, \ldots, T$$

y_{it} est la variable endogène, soit ici le ratio d'endettement pour la firme i et l'année t

x_{1it} ..., x_{5it} sont les variables exogènes telles qu'elles ont été définies dans l'encadré ci-dessus : la croissance du total du bilan, les garanties, les profits par rapport au total des actifs, les coûts de financement et la mesure du risque.

Le terme d'erreur u_{it} est ici décomposé en trois composantes :

- *un effet de taille α_j (variable muette équivalente pour chaque firme i appartenant à la même catégorie de taille j),*
- *un effet année λ_t (inclusion d'indicatrices temporelles),*
- *ε_{it} pour le résidu.*

Cette analyse permet de mesurer la contribution d'un certain nombre de facteurs, appelés variables explicatives, à l'explication de la variance totale d'une variable, dite expliquée. Elle est utilisée ici, notamment, pour déterminer l'influence de la taille et de la dimension temporelle sur le niveau de la dette des entreprises.

Modèle dynamique

Le modèle estimé pour déterminer les coefficients des différents déterminants micro-économiques, est un modèle dynamique, en différences premières, afin d'éliminer les effets fixes. Il est de la forme :

$$y_{it} = \beta_0 y_{it-1} + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + \beta_4 x_{4it} + \beta_5 x_{5it} + \varepsilon_{it}$$
$$i = 1, \ldots, N \text{ et } t = 1, \ldots, T$$

L'introduction de la variable retardée soulève la question de la simultanéité de cette variable avec l'erreur résiduelle. Pour surmonter ce problème et prendre en compte d'autres difficultés liées aux éventuelles erreurs de mesure des régresseurs, aux problèmes d'hétéroscédasticité, de corrélation temporelle des erreurs, la méthode des moindres carrés généralisés est appliquée. Elle utilise comme instruments les niveaux des variables retardées de la variable endogène, mais aussi, éventuellement, des autres variables explicatives. Différents modèles ont été testés, pour déterminer le jeu d'instruments le plus adéquat (nombre de retards et hypothèses sur les variables expliquées considérées comme endogènes au modèle, et devant, de ce fait, être aussi instrumentées).

Le premier modèle appelé « exogène » repose sur l'hypothèse que tous les régresseurs sont exogènes et calculés sans erreurs de mesure. Seule la variable retardée d'endettement (en différences premières) est instrumentée par ses propres retards en niveaux. Cette hypothèse est quelque peu extrême. Deux autres variantes du modèle sont donc testées. L'une consiste à supposer que toutes les variables sont endogènes ou soumises à des erreurs de mesure et que, de ce fait, elles doivent toutes être instrumentées par leurs retards (modèle « endogène »), l'autre que seules les variables « garanties » et « risque » sont peut-être déterminées de façon simultanée ou avec erreur et doivent être instrumentées (modèle « mixte »).

3.2. Résultats empiriques

Avant de présenter les résultats de l'analyse économétrique, il paraît important de résumer un certain nombre de caractéristiques de la variable expliquée du modèle, le taux d'endettement, et des déterminants microéconomiques retenus. Pour 1995, le tableau présente les moyennes non pondérées, toutes classes de taille confondues, de la plupart de ces variables et leur évolution est reproduite dans les graphiques ci-après.

Statistiques descriptives en 1995 – Échantillons cylindrés et nettoyés

	France – 2 899 entreprises			Allemagne – 1 275 entreprises		
	Moyenne (Écart-type de la moyenne)	Min.	Max.	Moyenne (Écart-type de la moyenne)	Min.	Max.
Endettement total/total du bilan	59,14 (0,31)	8,7	98,6	56,81 (0,59)	4,9	98,4
Taux de croissance du total du bilan	5,74 (0,27)	-44,2	113,0	6,34 (0,50)	-59,8	187,5
Taux de croissance du chiffre d'affaires	6,89 (0,29)	-58,6	160,9	7,35 (0,43)	-50,3	126,0
Taux d'investissement	0,26 (0,05)	-16,2	17,3	0,19 (0,11)	-11,7	70,0
Garanties	42,11 (0,29)	0,3	93,0	55,66 (0,47)	3,4	98,9
Profit	3,29 (0,08)	-19,5	23,2	2,66 (0,14)	-16,2	26,4
Coût de financement	6,68 (0,08)	0	32,8	6,50 (0,09)	0	30,6
Risque	1,65 (0,06)	0	20,5	2,22 (0,10)	0	19,8
Effectifs (unités)	222 (20,2)	1	41 635	829 (176,1)	3	167 200

NB : Moyennes non pondérées sur les échantillons cylindrés et nettoyés, en pourcentage sauf indication contraire
Cf. encadré pour les définitions

Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne — Données : mars 1998

Il est frappant de constater la différence de comportement du ratio d'endettement dans les deux pays par rapport aux déterminants microéconomiques, dont l'évolution paraît comporter des similitudes beaucoup plus importantes.

– La moyenne non pondérée du taux d'endettement a reculé de près de 10 points au cours de la période en France, alors que ce ratio semble être relativement stable en Allemagne, confirmant ainsi les évolutions macroéconomiques décrites ci-dessus.

– En revanche, le taux de croissance du total de l'actif, le taux de croissance du chiffre d'affaires, la variable profit et la variable risque suivent les mêmes cycles d'activité dans les deux pays et sont plus instables sur la durée que les ratios d'endettement (cf. graphique).

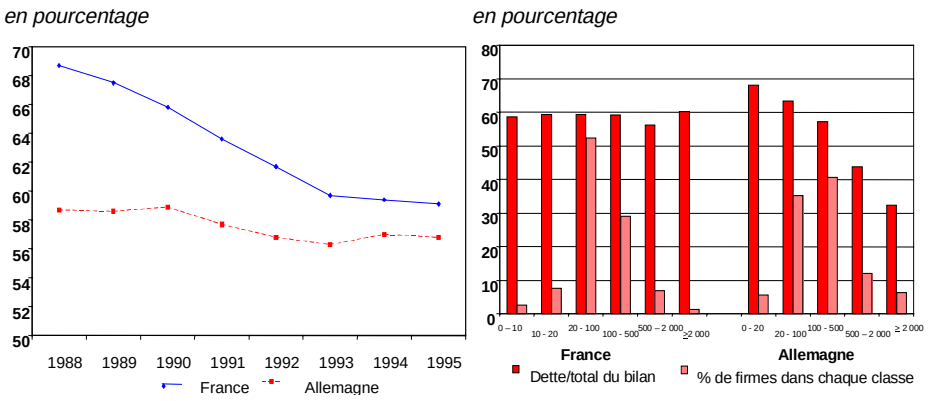
Deux autres caractéristiques méritent d'être soulignées.

– Les entreprises allemandes sont près de quatre fois plus grandes que les françaises : les effectifs moyens par entreprise sont de, respectivement, 829 salariés et 222 salariés. Ce résultat s'explique essentiellement par la taille moyenne des entreprises de plus de 2 000 salariés en Allemagne (près de 10 000 salariés, contre 5 500 en France) et par le fait que l'échantillon allemand compte — en termes relatifs — davantage de « grandes entreprises ».

– Le taux d'intérêt calculé, qui représente le coût de financement et qui est établi uniquement à partir des données de bilan, suit de près les mouvements de hausse et de baisse des taux du marché en Allemagne et en France.

Total de l'endettement rapporté au total du bilan

Toutes tailles confondues — Par classe de taille en 1995



NB : Moyennes non pondérées sur les échantillons cylindrés et nettoyés
Cf. encadré pour les définitions

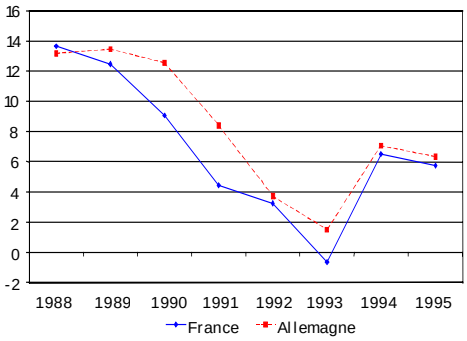
Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne — Données : mars 1998

Ainsi, la taille pourrait être un facteur possible en Allemagne, tandis qu'en France, la forte décroissance du ratio d'endettement au cours du temps pour toutes les catégories de taille est la principale conclusion qui se dégage. Ces résultats sont confirmés par une analyse de la variance du ratio d'endettement (cf. encadré). Cette décomposition montre que la dimension temps joue un rôle significatif en France (3,7 %, soit 14 % de la variance expliquée totale), alors que ce rôle est pratiquement négligeable en Allemagne (0,2 %). La taille, au contraire, apporte une très faible contribution au modèle en France (0,3 %), alors que celle-ci est essentielle en Allemagne (16,9 %) et représente à peu près la moitié de la variance expliquée totale. Enfin, parmi les variables explicatives, la hiérarchie est la même pour les deux pays : le profit apporte de loin la plus grande contribution, ensuite les garanties et les coûts financiers, et enfin les variables de croissance et la variable risque.

Évolutions des déterminants microéconomiques

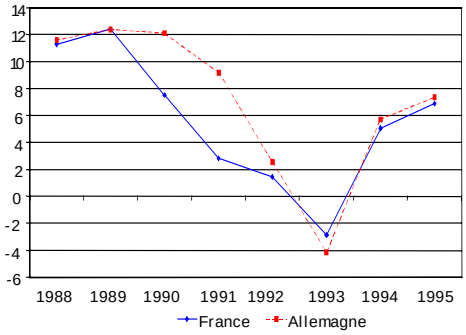
Croissance du total du bilan

en pourcentage



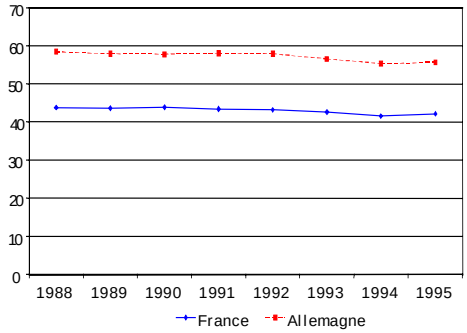
Croissance du chiffre d'affaires

en pourcentage



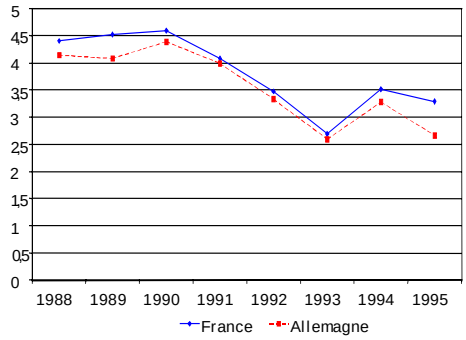
Garanties

en pourcentage



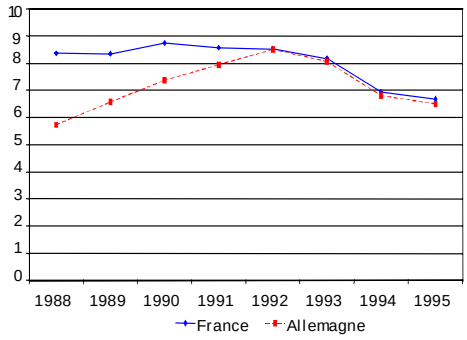
Profit

en pourcentage



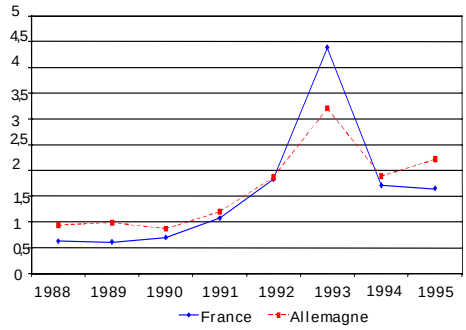
Coût de financement

en pourcentage



Risque

en pourcentage



NB : Moyennes non pondérées sur les échantillons cylindrés et nettoyés
Cf. encadré pour les définitions

Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne — Données : mars 1998

Avant de recourir à des méthodes plus sophistiquées, ce modèle de base permet de répondre à la question suivante : est-ce que la variation des ratios d'endettement à travers le temps diffère selon les catégories de taille ? Ceci est fait en estimant un modèle en différences premières où les différentes indicatrices temporelles sont

remplacées par une seule variable de tendance. L'un des tests consiste à permettre à cette tendance temporelle de différer suivant les classes de taille.

En France, la tendance est significative. Quand on laisse cette tendance varier selon la catégorie de taille, des tests appropriés confirment qu'elle n'est pas significativement différente d'une tranche de taille à l'autre, c'est-à-dire que le désendettement au cours du temps n'est pas différent selon ces classes. Enfin, les différentes indicatrices temporelles confirment que la diminution du taux d'endettement a déjà commencé au début de la période sous revue.

En Allemagne, ce qui n'est pas surprenant, les résultats d'un tel modèle suggèrent que la tendance temporelle par classe de taille n'est pas significative et les coefficients des indicatrices temporelles montrent que le désendettement au cours du temps est modeste et limité au début des années quatre-vingt-dix.

Ces résultats sont confirmés par l'utilisation de techniques économétriques plus sophistiquées. Plusieurs modèles ont été testés et trois approches sont présentées (cf. encadré et tableau ci-après). Trois enseignements peuvent être tirés de la première approche (modèle « exogène »).

– Premièrement, le coefficient retardé ne peut être négligé, car il est un indicateur des coûts d'ajustement qui semblent jouer un rôle majeur dans la description du comportement d'endettement des entreprises françaises et allemandes. Les entreprises françaises paraissent s'ajuster plus lentement que les entreprises allemandes.

– Deuxièmement, la spécification basée sur le taux de croissance à long terme du total du bilan fournit pour les deux pays des résultats plus plausibles que lorsque la croissance est prise en compte par le taux de croissance du chiffre d'affaires. Les coefficients positifs de la variable « croissance » et de la variable « garanties » (qui peut être interprétée comme une approximation pour la dette sécurisée) valident l'approche de la théorie du signal.

– Enfin, l'influence négative attendue des coûts financiers met en relief la sensibilité de la demande de crédit des entreprises aux taux d'intérêt et le signe négatif de la variable de profit est conforme à la théorie de la hiérarchie du financement.

Le modèle « endogène » donne des coefficients estimés avec beaucoup moins de précision. Le coefficient négatif de la variable profit reste le résultat le plus robuste, confirmant l'interprétation de la théorie de la hiérarchie des financements. Les variables « garanties » et « coûts de financement » ne sont plus significatives. Par contre, la variable « risque » devient significative avec un coefficient positif.

Le modèle « mixte » donne les résultats les plus satisfaisants. Toutes les variables ont des coefficients significatifs, avec des signes qui sont bien expliqués par les différentes théories en jeu. Seule la variable « garanties » est peu significative en Allemagne, alors qu'elle l'est en France, ce qui semble contradictoire avec le rôle des garanties dans les deux pays en cas de faillite.

En conclusion, quels sont les principaux résultats en matière de comportement d'endettement ? Ils sont résumés dans le tableau ci-dessous pour le modèle dynamique estimé sur les deux échantillons, sans distinction de taille, avec comme variable de croissance celle relative au total du bilan, qui fournit les résultats les plus fiables.

Tout d'abord, les entreprises françaises et allemandes font état d'un comportement d'une similitude étonnante. Les mêmes variables sont significatives pour les deux pays avec les mêmes signes, et les différences entre les modèles estimés en fonction des hypothèses retenues sont très similaires. Ces résultats sont conformes à la théorie du signal pour les variables « croissance » et « garanties » et à la théorie de la hiérarchie des financements en ce qui concerne le rôle du profit. Ils confortent aussi l'opinion traditionnelle selon laquelle la demande de crédit des entreprises dépend de son prix.

La taille et le temps sont les variables importantes où apparaissent les différences marquées dans le comportement d'endettement entre les deux pays. Une simple analyse de la variance montre que le temps est un déterminant essentiel pour la France, mais pas pour l'Allemagne. Cela donne à penser que les facteurs macroéconomiques, notamment l'incidence de la politique fiscale et la fin de ce que l'on appelle l'économie d'endettement en France, qui ne peuvent être appréhendées par des variables microéconomiques, sont également responsables du comportement de dette des entreprises. À l'inverse, la taille est une variable explicative très importante pour l'Allemagne seulement. Les petites entreprises de ce pays dépendent davantage des fonds externes que les grandes, ce qui conforte la théorie du coût d'accès pour l'Allemagne. Comme indiqué précédemment, la mise à disposition de ces fonds externes est assurée par le système de la *Hausbank*.

Résumé des principaux résultats économétriques sur le comportement d'endettement

		Modèle « exogène »		Modèle « endogène »		Modèle « mixte »	
		France	Allemagne	France	Allemagne	France	Allemagne
Coefficient d'ajustement		0,85	0,55	0,77	0,50	0,87	0,55
Taux de croissance du total du bilan	Court terme	0,19	0,14	0,31	0,16	0,20	0,14
	Long terme	1,29	0,30	1,37	0,32	1,50	0,30
Garanties	Court terme	0,02	0,12	*- 0,07*	*0,10*	0,10	*0,11*
	Long terme	0,13	0,25	*- 0,30*	*0,19*	0,80	*0,25*
Profit	Court terme	- 0,77	- 0,68	- 0,82	- 0,47	- 0,72	- 0,63
	Long terme	- 5,27	- 1,50	- 3,61	- 0,94	- 5,50	- 1,37
Coût de financement	Court terme	- 0,29	- 0,72	*- 0,02*	*- 0,11*	- 0,30	- 0,69
	Long terme	- 2,00	- 1,59	*- 0,07*	*- 0,23*	- 2,28	- 1,52
Risque	Court terme	*0,02*	*0,004*	0,25	0,69	0,16	0,63
	Long terme	*0,14*	*0,010*	1,12	1,37	1,20	1,38

NB : Les coefficients en italique ne sont pas significatifs au seuil de 10 %. Les coefficients de long terme sont calculés en divisant ceux de court terme par (1 – coefficient d'ajustement).

Sources : Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne Données : mars 1998

Enfin, le comportement des diverses classes de taille n'est pas identique dans les deux pays. Le résultat le plus intéressant est peut-être que l'incidence du coût du financement s'accroît de façon similaire lorsque l'on passe des entreprises petites aux plus grandes : en France et en Allemagne, les grandes entreprises semblent être plus sensibles au coût de financement que les petites. Cette observation reflète peut-être le fait que les grandes entreprises disposent d'autres solutions alternatives et ont, notamment, accès aux marchés de capitaux.

Pour conclure, en dépit de différences institutionnelles nettes entre la France et l'Allemagne le comportement d'emprunt diffère moins qu'on pourrait le penser à première vue. En ce qui concerne les variables explicatives de croissance, de garantie, de bénéfices, de coûts de financement et de risque, les rapports avec la dette des entreprises sont relativement similaires.

La situation des entreprises industrielles – Bilan 1998

Bernard BARDES – Yves LECOUPEUR
Bénédicte PLANÈS
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises
avec la participation de la ***direction de la Conjoncture***

La croissance de l'activité a conservé un rythme élevé d'une année à l'autre ; soutenues par la vigueur de la demande intérieure, les ventes se sont développées plus rapidement dans les grandes entreprises (+ 6,9 %) que dans les PME (+ 5,5 %).

Les exportations ont de nouveau progressé en 1998, de 7,8 % (+ 6,3 % dans les PME, + 8,4 % dans les grandes firmes), même si un fléchissement de leur croissance a pu être observé, surtout sensible à partir de l'été. Le taux d'exportation a, de ce fait, encore un peu augmenté, de 0,6 point dans les grandes entreprises et de 0,2 point dans les PME.

Quelle que soit la taille des sociétés, la valeur ajoutée a crû globalement à un rythme un peu moins rapide que la production (+ 5,3 % en valeur) : ralentie dans les industries agro-alimentaires, les biens de consommation et les biens intermédiaires, sa progression a été beaucoup plus vive dans les biens d'équipement (+ 6,9 %) et surtout dans l'industrie automobile (+ 18,4 %).

Placées dans un contexte favorable, les entreprises ont éprouvé le besoin de renforcer leurs effectifs et cette évolution a été significative même dans les grandes firmes, exception faite pour l'industrie automobile.

Faible en 1997, la reprise de l'investissement s'est affermie au cours de l'année 1998 : modérée dans les grandes firmes (+ 4,6 % en valeur), elle a été beaucoup plus rapide dans les PME (+ 14,7 %). Au total, l'investissement a progressé de 8,7 % en valeur. Cependant, les acquisitions d'équipements se sont sensiblement ralenties pendant la seconde partie de l'année, en raison de la détérioration des perspectives et de la moindre utilisation des capacités de production.

Les résultats des entreprises industrielles ont été variables selon les secteurs. Le taux de marge brute d'exploitation (7,9 %) est resté stable au bon niveau atteint l'année précédente (7,8 %). En légère baisse dans les PME (– 0,2 point), il a un peu augmenté dans les grandes firmes (+ 0,3 point).

NB : Cet article résume l'étude publiée par l'Observatoire des entreprises (cf. description et bon de commande figurant à la fin du présent *Bulletin*), plus détaillée dans l'analyse des résultats, du financement, de la trésorerie, le tout par secteur d'activité.

Le constat est le même pour la rentabilité brute du capital d'exploitation : en légère diminution dans les PME (– 0,3 point), du fait d'une augmentation assez forte du capital d'exploitation, elle a, par contre, continué de croître dans les entreprises employant plus de 500 salariés (+ 1,3 point), où les besoins en fonds de roulement et l'équipement productif ont évolué à un rythme modéré.

Bien qu'en amélioration globalement, la rentabilité financière du financement propre comme des capitaux propres a diminué dans les PME et progressé dans les grandes entreprises.

Si les indicateurs de rentabilité s'inscrivent tous en progrès, le taux d'autofinancement, pour sa part, s'est établi en 1998 à 80,5 % pour l'ensemble de l'industrie, contre 90,9 % en 1997, ratio le plus élevé depuis 1986. Ce retournement montre que l'autofinancement n'a pas pu suivre la progression rapide des emplois nets. Le repli de cet indicateur a été plus prononcé dans les grandes firmes que dans les PME.

Le renforcement des structures de bilans s'est poursuivi. Le taux d'endettement s'est de nouveau replié. Le recul, de près de 1 point (de 28,8 % en 1997 à 27,9 % en 1998), s'explique par une progression du financement propre (+ 6,6 %) plus forte que celle de l'endettement des sociétés (+ 4,0 %). Cette tendance, qui se poursuit depuis plus de dix ans, se traduit par une baisse du taux d'endettement, de 65,0 % en 1985 à 27,9 % en 1998.

Les entreprises ont amélioré leur autonomie financière en 1998 et l'écart entre les sociétés tend à se réduire sur longue période. Le poids des frais financiers rapporté à l'excédent brut global a encore diminué en 1998 pour l'ensemble de l'industrie, pour s'établir à 10,8 %, contre 11,6 % en 1997. Ce desserrement de la contrainte de solvabilité a été de même ampleur dans les PME et les grandes sociétés.

Les modes de financement ont sensiblement évolué. Après avoir diminué en 1996 et 1997, le montant des apports externes [1] s'est accru en 1998 (+ 2,7 %). L'évolution a été plus marquée dans les PME (+ 3,4 %) que dans les grandes entreprises (+ 2,3 %).

Pour les entreprises employant plus de 500 salariés, les prêts en provenance des « groupe et associés » ont constitué, comme les années précédentes, la principale composante des apports externes, mais ils ont diminué (– 3,2 %), alors que les emprunts bancaires ont enregistré une hausse de 21,3 %, qui a plus que compensé le léger recul des crédits bancaires courants.

Dans les PME, l'endettement bancaire a légèrement augmenté, tandis que les apports des « groupe et associés » restaient pratiquement stables.

Le mouvement de désendettement des sociétés sur longue période, associé au bas niveau des taux d'intérêt, est à l'origine d'une hausse du flux de trésorerie disponible. De telles conditions, favorables *a priori*, permettent aux dirigeants une plus grande liberté dans le choix de leurs investissements, qu'ils soient productifs ou financiers.

[1] Apports externes = endettement + prêts des « groupe et associés »

Le coût du crédit aux entreprises

Entre début avril 1999 et début juillet 1999, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits. Sur un an, la baisse des taux s'est poursuivie. (Résultats de l'exploitation de 5 045 déclarations portant sur la période du 15 au 29 juillet 1999)

Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Évolution au cours du trimestre

Entre début avril 1999 et début juillet 1999, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits

Les baisses des taux, qui ont concerné les prêts de toute nature tant à court terme qu'à moyen et long termes, se sont étagées de 0,05 point pour les autres crédits à moyen et long termes à 0,56 point pour l'escompte.

Entre fin avril 1999 et fin juillet 1999, le taux de base bancaire est resté stable, à 6,55 % [1].

En juillet, l'Eonia s'est établi à 2,52 % en moyenne mensuelle, l'Euribor à 1 mois à 2,64 % et celui à 3 mois à 2,68 %.

Appréciées selon la nature des concours et les tranches de montant, les évolutions de taux ont été plus contrastées

Les variations se sont étagées de + 0,04 point pour les autres crédits à court terme d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs (ou 304 898 euros et 1 524 490 euros) à – 0,83 point pour les découverts d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs (ou 76 225 euros et 304 898 euros).

[1] Postérieurement à l'enquête, il a baissé de 0,60 point, à 5,95 %, le 2 août 1999.

2. Évolution sur un an

Entre juillet 1998 et juillet 1999, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses, comprises entre 0,61 point pour les autres prêts à court terme et 1,23 point pour l'escompte

L'examen par montant fait ressortir une diminution de taux pour toutes les tranches de montant, quelle que soit la nature de crédit retenue, allant de 0,55 point pour les découverts d'un montant inférieur ou égal à 100 000 francs (ou 15 245 euros) à 1,60 point pour les autres prêts à court terme d'un montant compris entre 300 000 francs et 500 000 francs (ou 45 735 euros et 76 225 euros).

Sur la même période, le TBB est resté stable, à 6,55 %.

Entre fin juillet 1998 et fin juillet 1999, le TMO a progressé de 0,09 point.

Taux observés

(en pourcentage)

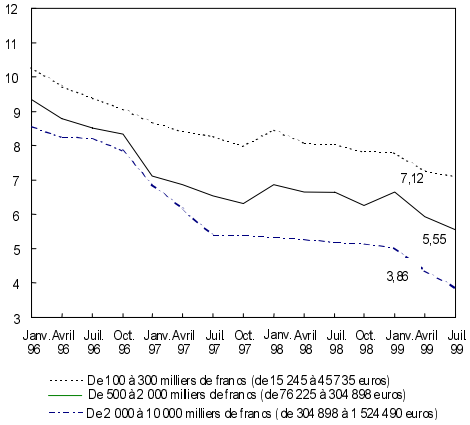
Catégories de crédit	Par tranches de montant en milliers de francs (et en euros)						Ensemble
	≤ 100 (≤ 15 245)	> 100 et ≤ 300 (> 15 245 et ≤ 45 735)	> 300 ≤ 500 (> 45 735 et ≤ 76 225	> 500 et ≤ 2 000 (> 76 225 et ≤ 304 898)	> 2 000 et ≤ 10 000 (> 304 898 et ≤ 1 524 490))	> 10 000 (> 1 524 490)	(taux moyen)
Escompte							
moyen	7,24	7,12	6,47	5,55	3,86	(3,66)	4,28
Taux minimum	3,16	3,16	2,68	3,03	2,83	(2,86)	
maximum	9,31	9,31	9,31	9,31	8,05	(7,60)	
Découvert							
moyen	9,21	7,85	6,60	5,21	4,15	(3,37)	4,01
Taux minimum	3,04	3,04	2,82	3,00	2,81	(2,78)	
maximum	12,23	12,23	12,23	11,05	9,05	(6,08)	
Autres court terme							
moyen	5,44	5,64	4,87	4,46	3,74	3,25	3,39
Taux minimum	2,98	2,98	2,93	2,59	2,79	2,75	
maximum	9,31	9,31	9,15	8,55	8,05	4,90	
Moyen et long termes							
moyen	4,92	4,75	4,66	4,52	4,32	(3,73)	3,88
Taux minimum	3,00	2,95	3,22	3,06	2,93	(3,06)	
maximum	7,00	6,90	7,53	7,53	7,53	(4,90)	

NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

Évolution des taux observés lors des enquêtes

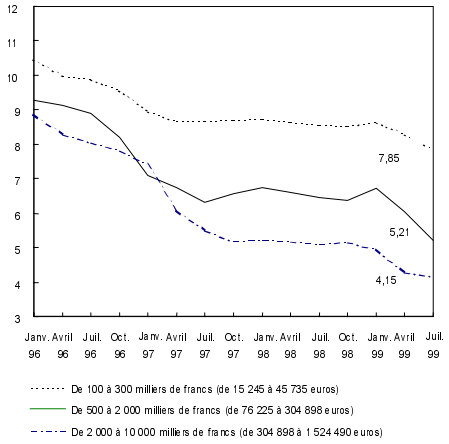
Escompte

(en pourcentage)



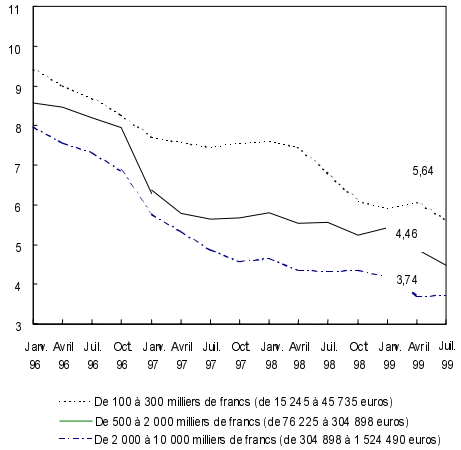
Découvert

(en pourcentage)



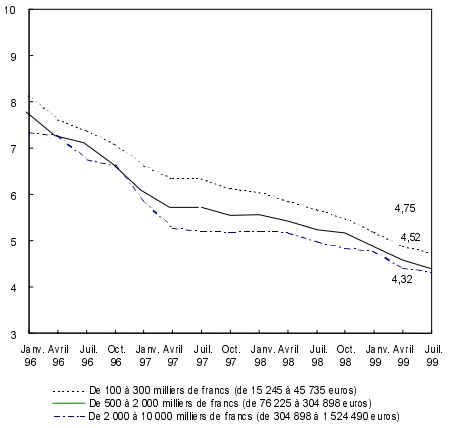
Autres court terme

(en pourcentage)



Crédits à moyen et long termes

(en pourcentage)



Opérations internationales[NB] des banques résidentes au premier trimestre 1999

Les chiffres commentés ci-après portent sur la contribution de la France aux statistiques trimestrielles « euromonnaies » de la Banque des règlements internationaux.

À fin mars 1999, la position bancaire internationale des banques résidentes en France, valorisée en dollars — comme dans l'ensemble des publications de la BRI —, a mis en évidence une quasi-stagnation des créances internationales (0,5 %) et une diminution des engagements internationaux (6,1 %). Ce constat recouvre, toutefois, deux mouvements sensiblement divergents : d'une part, une progression des créances et engagements vis-à-vis des non-résidents, notamment les autres pays membres du Système européen de banques centrales (SEBC), et, d'autre part, le fléchissement des opérations locales en devises, qui est, essentiellement, lié à la disparition des encours libellés dans les monnaies nationales de la zone euro.

Au niveau des systèmes bancaires des dix-sept autres principaux pays déclarants à la BRI, on constate une diminution des encours d'environ 1 % pour les créances et 2 % pour les engagements. Un fléchissement sensible est enregistré au Japon, avec des baisses de plus de 9 % pour les créances et de 19 % pour les engagements.

Françoise SAVAJOL
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

NB : Les opérations internationales des banques résidentes analysées dans cette note regroupent :
– les prêts et emprunts en euros et devises accordés aux non-résidents ;
– les prêts et emprunts en devises accordés aux résidents ;
– les portefeuilles-titres internationaux (actif et passif ; cf. rappel méthodologique en annexe 3).

Le premier trimestre 1999, caractérisé par la progression du dollar face au yen et à l'euro et par une volatilité accrue des taux d'intérêt, a connu une quasi-stagnation des créances internationales (– 0,5 %), après la baisse sensible enregistrée au dernier trimestre de 1998 (– 4,9 %), et une chute marquée des encours d'engagements (– 6,1 %).

On trouvera, en annexe, une série de tableaux et graphiques retraçant l'évolution des encours des créances et engagements internationaux des banques résidentes, ventilés par devises et par pays (annexe 1), et celle des créances et engagements des principaux systèmes bancaires vis-à-vis des non-résidents (annexe 2). En outre, un rappel méthodologique est présenté en annexe 3.

1. Les créances internationales des banques résidentes : repli plus modéré qu'au trimestre précédent

À fin mars 1999 et après la baisse du trimestre précédent, les encours des créances internationales (prêts et titres) des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et résidents en devises ont, à nouveau, légèrement fléchi.

Créances internationales des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars, variations en pourcentage)

	Mars 1998	Juin 1998	Septembre 1998	Décembre 1998	Mars 1999	*Variations sur 1 an*
Portefeuille de titres	179,6	188,1	194,6	188,5	207,8	*15,7*
Titres de dettes	*156,1*	*164,5*	*177,4*	*166,8*	*181,1*	*16,0*
Actions et titres d'OPCVM	*23,5*	*23,6*	*17,2*	*21,7*	*26,7*	*13,6*
Prêts bancaires	617,6	599,7	639,5	604,7	581,6	*- 5,8*
dont : *Titres reçus en pension livrée*	*128,9*	*125,5*	*127,8*	*115,0*	*100,9*	*- 21,7*
Total	**797,2**	**787,8**	**834,1**	**793,2**	**789,4**	***- 1,0***

L'encours des prêts bancaires s'est replié de 3,8 %, tandis que, dans le même temps, celui des prêts sous forme de titres a progressé de plus de 10 %.

Au lendemain de son introduction sur les marchés de change, la part de l'euro représente plus de 49 % du montant des créances internationales des banques résidentes. L'euro se situe ainsi à la première place, suivi par le dollar avec une part de 35 %.

Ventilation des créances internationales des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars)

	Créances externes vis-à-vis des non-résidents FRF et devises					Créances en devises sur résidents (a)				
	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Mars 1999	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Mars 1999
Portefeuille de titres	172,2	180,5	186,1	180,8	203,7	7,4	7,6	8,5	7,7	4,1
Prêts bancaires	502,4	488,1	519,2	480,8	497,2	115,2	111,6	120,3	123,8	84,4
Total	**674,6**	**668,6**	**705,3**	**661,6**	**700,9**	**122,6**	**119,2**	**128,8**	**131,5**	**88,5**

(a) Seuls sont repris les titres libellés en devises et émis par des résidents sur les marchés internationaux.

L'analyse de la ventilation des créances internationales par contreparties permet de mettre en évidence :

– la progression sensible des créances externes (+ 5,9 %, dont + 12,7 % pour les investissements sous forme de titres). Pour l'essentiel, ce mouvement reflète l'attrait qu'offrent les placements sous forme de prêts et de titres vers des contreparties européennes — allemandes notamment (+ 33,4 %) —, et américaines (+ 20,6 %). À l'inverse, les encours sur les pays non industrialisés ont continué de fléchir (– 11,0 %) ;

– le dégonflement de l'encours des créances internes libellées en devises (– 32,7 %), en raison de la disparition des encours libellés dans les monnaies des autres pays formant l'Union monétaire.

2. Les engagements internationaux des banques résidentes : accélération du repli

Pour le deuxième trimestre consécutif, l'encours des engagements internationaux (emprunts et dettes de titres) a diminué (– 6,1 %, après – 4,7 % au quatrième trimestre 1998).

Comme le trimestre précédent, la diminution a porté sur les encours des emprunts bancaires (– 5,1 %), mais aussi sur ceux des dettes de titres (– 9,2 %) du fait, notamment, des remboursements des obligations émises sur les marchés internationaux par les banques résidentes.

Engagements internationaux des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars, variations en pourcentage)

	Mars 1998	Juin 1998	Septembre 1998	Décembre 1998	Mars 1999	*Variations sur 1 an*
Dettes représentées par un titre	193,8	187,2	194,9	186,7	169,6	*- 12,5*
Dettes à long terme et autres titres	*157,9*	*148,1*	*154,7*	*145,5*	*126,4*	*- 19,9*
Instruments du marché monétaire	*35,9*	*39,1*	*40,2*	*41,2*	*43,2*	*20,3*
Emprunts bancaires	610,7	604,8	652,7	621,0	589,1	*- 3,5*
dont : *Titres donnés en pension livrée*	*117,3*	*124,7*	*130,4*	*117,7*	*88,7*	*- 24,4*
Total	**804,5**	**792,0**	**847,6**	**807,7**	**758,7**	***- 5,7***

La répartition par devises des emprunts bancaires internationaux des banques résidentes (cf. tableau 3) révèle d'une part, un quasi-équilibre entre la part importante de l'euro (40,7%) et celle du dollar (41,4 %), et d'autre part, la forte variation des parts de la livre sterling à la hausse et du yen à la baisse.

Ventilation des engagements internationaux des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents et des résidents

(montants en milliards de dollars)

	Engagements externes vis-à-vis des non-résidents FRF et devises					Engagements en devises sur résidents (a)				
	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Mars 1999	Mars 1998	Juin 1998	Sept. 1998	Déc. 1998	Mars 1999
Dettes représentées par un titre	178,3	171,4	177,8	169,6	158,0	15,5	15,8	17,1	17,1	11,6
Emprunts bancaires	498,9	495,1	534,2	499,0	521,3	111,8	109,7	118,5	121,9	67,8
Total	**677,2**	**666,5**	**712,0**	**668,6**	**679,3**	**127,3**	**125,5**	**135,6**	**139,0**	**79,4**

(a) Seuls sont repris les titres libellés en devises et émis par des résidents sur les marchés internationaux.

Les encours des engagements externes ont légèrement progressé (+ 1,6 %), alors que les engagements en devises sur les résidents ont chuté de plus de 40 %, ce qui, à l'instar de l'évolution enregistrée sur les créances, correspond à la disparition des encours recensés dans les monnaies de l'Union monétaire.

En outre, les emprunts interbancaires se sont accrus auprès des institutions des pays industrialisés (+ 12,8 %).

3. Comparaison avec les autres principaux systèmes bancaires déclarants à la BRI (créances et engagements sur non-résidents)

D'après les statistiques « euromonnaies » à fin mars 1999 publiées par la BRI, et sous réserve des différences méthodologiques qui peuvent subsister entre les modalités de *reporting* des différents pays déclarants, la France se situe au cinquième rang pour les créances transfrontière, avec 700,9 milliards de dollars (contre 661,6 milliards au quatrième trimestre 1998), et au quatrième rang pour les engagements, avec 679,3 milliards de dollars (contre 668,6 milliards au quatrième trimestre 1998).

La part de la France — créances et engagements externes — représente, à fin décembre 1998, plus de 7 % des encours déclarés par les dix-huit banques centrales déclarantes et plus de 23 % de ceux reportés par les banques centrales membres de la zone euro [1].

[1] Soit dix banques centrales sur onze, le Portugal n'étant pas actuellement déclarant à la BRI

Liste des annexes

Annexe 1 : **Créances et engagements internationaux des banques résidentes**

Tableau 1 : Prêts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

Tableau 2 et graphique 1 : Ventilation géographique des prêts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

Tableau 3 : Emprunts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

Tableau 4 et graphique 2 : Ventilation géographique des emprunts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

Tableau 5 : Répartition par monnaies du nominal des titres détenus par les banques résidentes, émis par des non-résidents et en devises par des résidents

Tableau 6 : Répartition par pays des titres détenus par les banques résidentes émis par des non-résidents

Annexe 2 : **Créances et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires**

Tableau 7 et graphique 3 : Créances et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires

Graphique 4 : Créances transfrontière nettes des principaux systèmes bancaires

Annexe 3 : **Rappel méthodologique**

Annexe 1

Créances et engagements internationaux des banques résidentes

Tableau 1

Prêts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

(montants en milliards de dollars, répartitions en pourcentage)

	Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998		Fin mars 1999	
	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition
Opérations libellées en :										
Euros	265,7	43,0	268,1	44,7	286,7	44,8	250,2	41,4	255,8	44,0
Dollars	252,2	40,8	236,9	39,5	238,3	37,3	242,4	40,1	240,6	41,4
Livres sterling	24,6	4,0	28,9	4,8	32,3	5,1	26,1	4,3	35,3	6,1
Francs suisses	13,8	2,2	11,9	2,0	14,5	2,3	12,6	2,1	15,2	2,6
Yens	29,4	4,8	26,1	4,4	32,7	5,1	46,4	7,7	23,5	4,0
Autres devises	31,9	5,2	27,8	4,6	35,0	5,5	27,0	4,5	11,2	1,9
Total	**617,6**	**100,0**	**599,7**	**100,0**	**639,5**	**100,0**	**604,7**	**100,0**	**581,6**	**100,0**

Tableau 2

Ventilation géographique des prêts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

(montants en milliards de dollars, répartitions en pourcentage)

	Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998		Fin mars 1999	
	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition
Pays industrialisés	**368,2**	**73,3**	**356,2**	**73,0**	**388,8**	**74,9**	**351,2**	**73,0**	**381,8**	**76,8**
dont : Royaume-Uni	114,1	22,7	116,3	23,8	133,9	25,8	109,6	22,8	116,1	23,4
Japon	37,8	7,5	34,0	7,0	33,5	6,5	39,9	8,3	27,7	5,6
États-Unis	70,7	14,1	61,0	12,5	65,7	12,7	52,6	10,9	62,8	12,6
Belgique	19,8	3,9	18,2	3,7	19,7	3,8	18,2	3,8	18,3	3,7
Italie	25,9	5,2	22,9	4,7	24,4	4,7	21,7	4,5	27,0	5,4
Allemagne	19,1	3,8	21,6	4,4	22,7	4,4	30,0	6,2	40,7	8,2
Luxembourg	12,7	2,5	15,1	3,1	16,7	3,1	12,3	2,6	15,1	3,0
Espagne	19,9	4,0	18,0	3,7	18,3	3,5	16,0	3,3	18,0	3,6
Suisse	14,1	2,8	16,6	3,4	18,4	3,5	16,4	3,4	18,0	3,6
Autres pays	**134,2**	**26,7**	**131,9**	**27,0**	**130,4**	**25,1**	**129,6**	**27,0**	**115,4**	**23,2**
dont : Singapour	12,2	2,4	10,9	2,2	10,6	2,0	12,8	2,7	13,6	2,7
Hong-Kong	16,3	3,2	15,5	3,2	11,0	2,1	11,8	2,5	9,1	1,8
Îles Caïmanes	15,4	3,1	15,8	3,2	19,5	3,8	17,4	3,6	16,8	3,4
Russie	6,2	1,2	5,9	1,2	4,8	0,9	4,4	0,9	4,1	0,8
Brésil	4,1	0,8	4,0	0,8	3,3	0,6	2,8	0,6	2,4	0,5
Total (non-résidents)	**502,4**	**100,0**	**488,1**	**100,0**	**519,2**	**100,0**	**480,8**	**100,0**	**497,2**	**100,0**
Pour mémoire :										
Union européenne	*249,3*	*49,6*	*248,2*	*50,9*	*276,6*	*53,3*	*248,4*	*51,7*	*269,1*	*54,1*
Union monétaire à 11	*124,4*	*24,8*	*123,9*	*25,4*	*134,7*	*25,9*	*131,9*	*27,4*	*146,6*	*29,5*
dont : *Euro*	*80,3*	*64,5*	*81,4*	*65,7*	*80,2*	*59,5*	*81,8*	*62,0*	*116,1*	*79,2*

Graphique 1

Ventilation géographique des prêts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

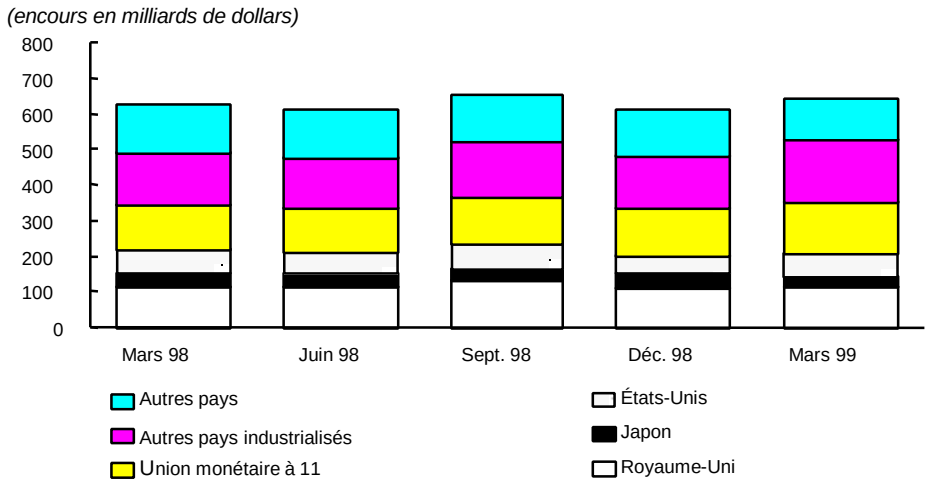


Tableau 3

Emprunts bancaires internationaux des banques résidentes répartis par monnaies

(montants en milliards de dollars, répartitions en pourcentage)

	Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998		Fin mars 1999	
	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition
Opérations libellées en :										
Euros	249,6	40,9	266,8	44,1	279,1	42,8	253,2	40,8	240,0	40,7
Dollars	231,1	37,8	211,3	34,9	223,6	34,3	232,3	37,4	241,9	41,4
Livres sterling	40,9	6,7	42,8	7,1	32,3	4,9	39,3	6,3	47,6	8,1
Francs suisses	14,2	2,3	14,0	2,3	15,4	2,4	14,9	2,4	15,8	2,7
Yens	31,1	5,1	28,1	4,6	30,9	4,7	41,1	6,6	29,8	5,1
Autres devises	43,8	7,2	41,8	6,9	71,4	10,9	40,2	6,5	14,0	2,4
Total	**610,7**	**100,0**	**604,8**	**100,0**	**652,7**	**100,0**	**621,0**	**100,0**	**589,1**	**100,0**

Tableau 4

Ventilation géographique des emprunts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

(montants en milliards de dollars, répartitions en pourcentage)

	Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998		Fin mars 1999	
	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition
Pays industrialisés	**386,5**	**77,5**	**388,1**	**78,4**	**418,6**	**78,4**	**377,2**	**75,6**	**425,5**	**81,6**
dont : Royaume-Uni	126,5	25,4	125,6	25,4	141,9	26,6	122,0	24,4	129,7	24,9
Japon	17,2	3,4	18,8	3,8	21,4	4,0	23,1	4,6	19,1	3,7
États-Unis	56,5	11,3	49,8	10,1	56,0	10,5	40,8	8,2	59,3	11,4
Belgique	21,7	4,3	18,6	3,8	19,1	3,6	18,5	3,7	21,2	4,1
Italie	27,9	5,6	30,5	6,2	27,7	5,2	27,9	5,6	24,5	4,7
Allemagne	22,5	4,5	24,2	4,9	27,8	5,2	25,9	5,2	39,0	7,5
Luxembourg	25,4	5,1	29,7	6,0	29,6	5,5	32,0	6,4	30,4	5,8
Espagne	23,3	4,7	22,9	4,6	25,6	4,8	21,4	4,3	18,9	3,6
Suisse	42,5	8,5	42,8	8,6	47,3	8,9	53,2	10,7	46,8	9,0
Autres pays	**112,4**	**22,5**	**107,0**	**21,6**	**115,6**	**21,6**	**121,8**	**24,4**	**95,8**	**18,4**
dont : Singapour	5,6	1,1	5,2	1,1	6,5	1,2	7,0	1,4	10,7	2,1
Hong-Kong	8,6	1,7	7,4	1,5	8,9	1,7	12,5	2,5	12,1	2,3
Îles Caïmanes	12,8	2,6	15,9	3,2	17,2	3,2	13,6	2,7	7,6	1,5
Russie	0,9	0,2	0,9	0,2	0,7	0,1	0,7	0,1	0,6	0,1
Brésil	2,8	0,6	2,8	0,6	1,3	0,2	2,1	0,4	1,2	0,2
Total (non-résidents)	**498,9**	**100,0**	**495,1**	**100,0**	**534,2**	**100,0**	**499,0**	**100,0**	**521,3**	**100,0**
Pour mémoire :										
Union européenne	*281,4*	*56,4*	*286,0*	*57,8*	*308,3*	*57,7*	*278,1*	*55,7*	*295,0*	*56,6*
Union monétaire à 11	*145,1*	*29,1*	*152,2*	*30,7*	*158,7*	*29,7*	*150,1*	*30,1*	*156,9*	*30,1*
dont : *Euro*	*23,0*	*15,9*	*25,9*	*17,0*	*28,4*	*17,9*	*25,5*	*17,0*	*109,4*	*69,7*

Graphique 2
Ventilation géographique des emprunts bancaires des banques résidentes à des non-résidents

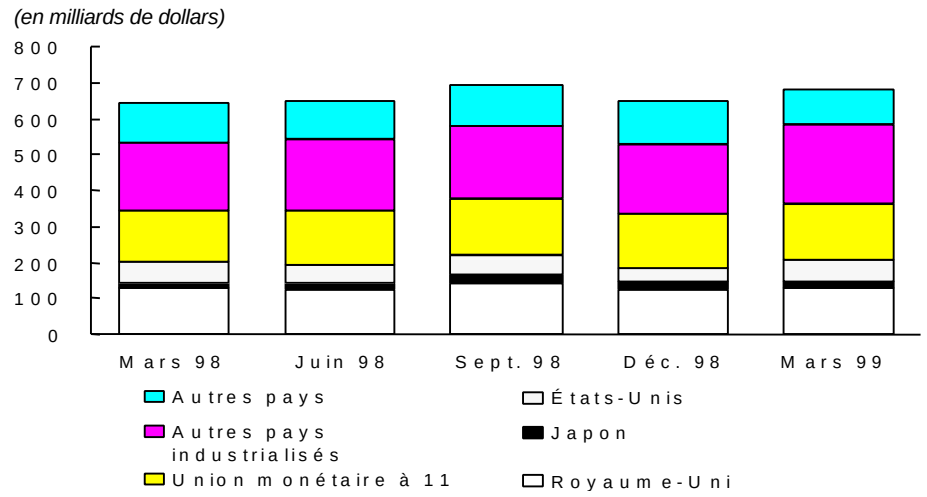


Tableau 5
Répartition par monnaies du nominal des titres détenus par les banques résidentes, émis par des non-résidents et en devises par des résidents

(montants en milliards de dollars, répartitions en pourcentage)

	Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998		Fin mars 1999	
	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition
Euros	88,0	49,0	100,6	53,5	107,4	55,2	108,2	57,4	135,0	65,0
Dollars	43,1	24,0	40,1	21,3	38,8	19,9	35,0	18,6	39,5	19,0
Livres sterling	7,1	4,0	6,6	3,5	7,6	3,9	3,8	2,0	5,1	2,5
Francs suisses	5,1	2,8	4,5	2,4	3,4	1,7	4,2	2,2	3,2	1,5
Yens	17,5	9,7	16,8	8,9	17,3	8,9	23,1	12,3	18,8	9,0
Autres devises	18,8	10,5	19,5	10,4	20,1	10,3	14,2	7,3	6,2	3,0
Total	**179,6**	**100,0**	**188,1**	**100,0**	**194,6**	**100,0**	**188,5**	**100,0**	**207,8**	**100,0**

Tableau 6

Répartition par pays des titres détenus par les banques résidentes émis par des non-résidents

(montants en milliards de dollars, répartitions en pourcentage)

	Fin mars 1998		Fin juin 1998		Fin septembre 1998		Fin décembre 1998		Fin mars 1999	
	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition	Encours	Répar-tition
Pays industrialisés	**144,1**	**83,7**	**152,1**	**84,3**	**156,0**	**83,8**	**150,4**	**83,2**	**181,2**	**89,0**
dont :										
États-Unis	25,4	14,7	23,0	12,7	23,7	12,7	22,0	12,2	27,2	13,4
Japon	14,3	8,3	12,2	6,8	13,4	7,2	18,2	10,1	14,2	7,0
Allemagne	27,8	16,1	30,8	17,1	31,4	16,9	25,4	14,0	33,2	16,3
Italie	20,1	11,6	25,5	14,1	28,1	15,1	35,0	19,4	40,2	19,7
Espagne	8,5	4,9	10,6	5,9	10,1	5,4	6,8	3,8	11,0	5,4
Royaume-Uni	11,5	6,7	12,1	6,7	13,4	7,2	9,0	5,0	10,7	5,3
Luxembourg	1,7	1,0	2,2	1,2	2,5	1,3	2,3	1,3	2,5	1,2
Suisse	4,6	2,7	4,0	2,2	2,9	1,6	3,6	2,0	2,2	1,1
Autres pays	**28,1**	**16,3**	**28,4**	**15,7**	**30,1**	**16,2**	**30,4**	**16,8**	**22,5**	**11,0**
dont :										
Argentine (a)	1,2	0,7	0,7	0,4	0,8	0,4	0,7	0,4	0,7	0,3
Brésil (b)	2,0	1,2	1,9	1,1	1,6	0,9	1,4	0,8	1,3	0,6
Mexique (c)	2,2	1,3	2,2	1,2	2,2	1,2	2,2	1,2	2,1	1,0
Îles Caïmanes	4,5	2,6	5,9	3,3	5,8	3,1	5,4	3,0	5,5	2,7
Antilles néerlandaises	3,6	2,1	3,7	2,0	4,6	2,5	5,2	2,9	3,9	1,9
Hong-Kong	0,6	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2
Russie	0,8	0,5	0,6	0,3	0,5	2,7	0,5	0,3	0,4	0,2
Total	**172,2**	**100,0**	**180,5**	**100,0**	**186,1**	**100,0**	**180,8**	**100,0**	**203,7**	**100,0**
Pour mémoire :										
Union européenne	*98,8*	*57,1*	*110,9*	*61,4*	*113,3*	*60,9*	*107,2*	*59,3*	*131,7*	*64,7*
Union monétaire	*79,9*	*46,2*	*92,9*	*51,5*	*94,8*	*50,9*	*90,9*	*50,3*	*113,9*	*55,9*

(a) Titrisation de la dette en mars 1993

(b) Titrisation de la dette en janvier 1991 et avril 1994

(c) Titrisation de la dette en mars 1990

Annexe 2

Créances et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires

Tableau 7
Créances et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires

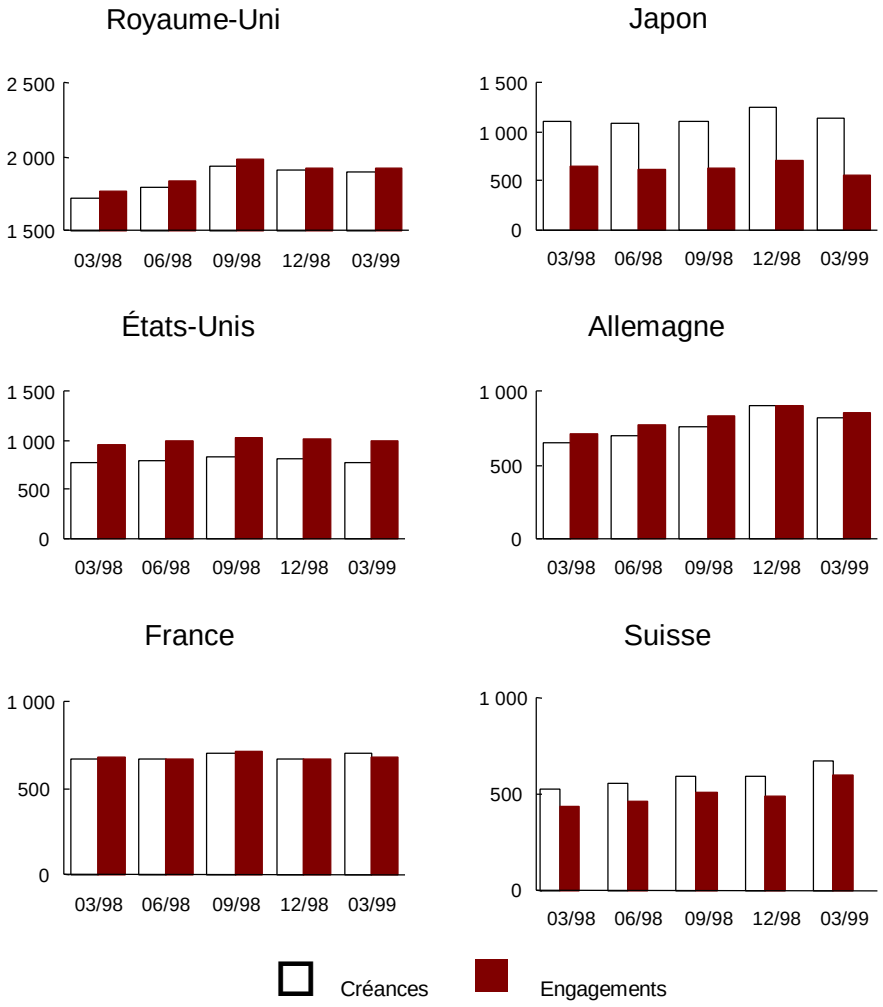
(montants en milliards de dollars)

	Mars 1998		Juin 1998		Septembre 1998		Décembre 1998		Mars 1999	
	Créances	Enga-gements	Créances	Enga-gements	Créances	Enga-gements	Créances	Enga-gements	Créances	Enga-gements
Total	**8 880,6**	**8 780,5**	**9 112,5**	**8 943,8**	**9 504,5**	**9 386,5 (a)**	**9 665,4**	**9 432,0**	**9 549,0**	**9 211,4**
dont :										
Royaume-Uni	1 711,8	1 764,5	1 788,4	1 833,9	1 939,5	1 980,3 (a)	1 904,8	1 921,3	1 895,6	1 916,8
Japon	1 100,0	654,2	1 089,9	608,9	1 106,7	629,9	1 252,7	708,2	1 137,3	568,3
États-Unis	769,7	966,4	796,0	996,1	825,2	1 036,9	809,9	1 013,6	775,3	997,2
Allemagne	644,8	707,5	704,2	774,4	753,3	836,6	831,7	902,6	822,1	852,7
France	674,6	677,2	668,5	666,4	705,3	712,0	661,6	668,6	700,9	679,3
Suisse	523,2	432,6	558,4	466,1	593,1	509,2	593,9	491,4	679,7	601,1
Union monétaire	2 758,5	2 923,7	2 885,0	3 022,3	3 053,5	3 248,8	3 059,0	3 262,2	3 067,3	3 151,1

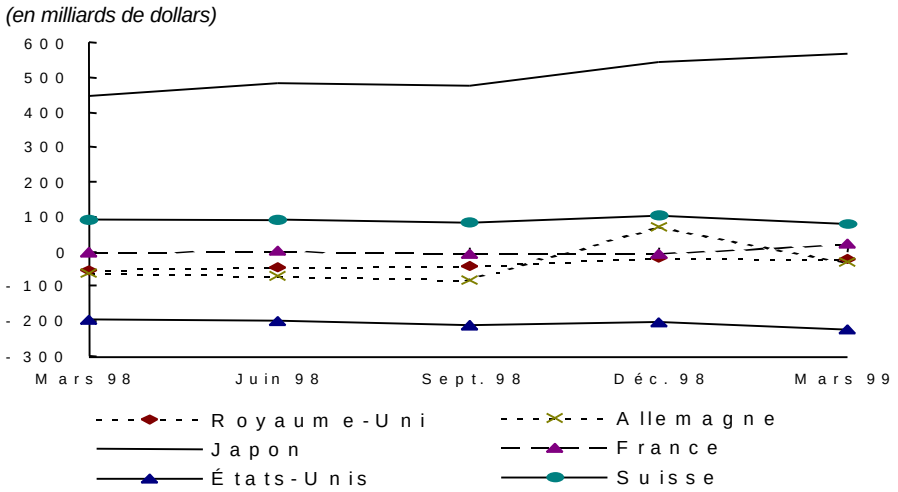
NB : Hors créances et engagements libellés en devises vis-à-vis de résidents
(a) Chiffres révisés par la BRI

Graphique 3
Créances et engagements transfrontière des principaux systèmes bancaires

(en milliards de dollars)



Graphique 4
Créances transfrontière nettes des principaux systèmes bancaires



Annexe 3

Rappel méthodologique

Le concept de créances et engagements internationaux repris dans l'analyse regroupe :

- *les encours* des prêts et emprunts libellés en euros et en devises accordés aux non-résidents et ceux libellés en devises consentis aux résidents *par les banques résidentes. L'analyse est effectuée à partir des documents établis par les banques résidentes sur une base « sociale » ou géographique, les filiales des banques françaises installées à l'étranger ne sont pas prises en compte ;*
- *la fraction « internationale » des portefeuilles-titres et du passif-titres composée par :*
  - les créances détenues sous forme de titres sur des non-résidents, *en euros ou en devises (titres émis par des non-résidents). Cette rubrique correspond donc à des éléments de la position extérieure du secteur bancaire,*
  - les créances détenues sous forme de titres sur des résidents, *en devises (titres émis par des résidents sur les marchés internationaux), à l'exclusion des titres libellés en euros et émis sur le marché intérieur français (OAT libellées en euros),*
  - les dettes libellées en devises avec une première contrepartie connue résidente ou non résidente et celles libellées en euros avec des non-résidents. Elles comprennent comptablement *:*
    - *– les titres de transaction (y compris les ventes à découvert et les dettes sur titres empruntés),*
    - *– les titres du marché interbancaire,*
    - *– les titres de créances négociables,*
    - *– les obligations,*
    - *– les autres dettes constituées par les titres,*
    - *– les dettes subordonnées.*

Sources utilisées

Les données permettant l'analyse de la part de l'activité internationale dans le bilan des banques résidentes proviennent des situations périodiques Bafi -mod.4000-.

S'agissant des autres tableaux, les données reposent sur des informations fournies par la direction de la Balance des paiements à la Banque des règlements internationaux.

Publications

Le Département monétaire et économique de la Banque des règlements internationaux publie chaque trimestre un document intitulé Activité bancaire et financière internationale, *qui analyse l'activité des marchés bancaires et financiers internationaux et présente en annexe différents tableaux statistiques exprimés en dollars sur des séries longues et dont les chiffres ont été collectés auprès de dix-huit banques centrales et de sept centres extraterritoriaux (*offshore*).*

Les demandes de publications sont à adresser à la Banque des règlements internationaux, Services extérieurs, Centralbahnplatz 2, CH-4002 BÂLE. Le document est également disponible en anglais sur le site Internet de la BRI (adresse : http://www.bis.org).