

RAPPORT ANNUEL

2000

CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

Ce rapport a été préparé à la



Secrétaire général du Conseil national du crédit et du titre : Benoît JOLIVET

Secrétaire général adjoint du Conseil national du crédit et du titre : Jacques PÉCHA, directeur de la Balance des paiements de la Banque de France

Directeur général des études et des relations internationales : Jean-Pierre PATAT

Chef du secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre : Lucien BERNADINE

Président du Comité de lecture : Christian de BOISSIEU, professeur à l'Université de Paris I

Rédactrice en chef : Marie-Laure DREYFUSS (Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales)

Rédacteurs :

- Chapitre 1 Direction générale des études et des relations internationales : Sophie BÉRANGER-LACHAND, Marie-Hélène de BAZELAIRE, Gérard KREMER (DRIE), Olivier MARTEAUX, Jean-Stéphane MÉSONNIER, Frédéric WILHELM (DEER), Frédéric LAMBERT, Dominique NIVAT, Olivier VIGNA (DBDP), François-Louis MICHAUD (SAMI)
Direction générale des opérations : François HAAS (SAMI), Nathalie KLEIN (Changes), Stéphanie LANGE, Imène RAHMOUNI, Pierre-François WEBER (DMC)
- Chapitre 2 Direction générale des études et des relations internationales : Patrick BRANTHOMME, Régine MONFRONT-MONCOMBLE (DESM), Dominique NIVAT (DBDP), Marc FARNOUX, Patrick GITTON (DRIE), Xavier DENIS, Frédéric WILHELM (DEER)
Direction générale des opérations : Sébastien LÉVY (DMC)
Secrétariat général de la Commission bancaire : Jean-Luc CAYSSIALS
Eurofi 2000 : Didier CAHEN
Euronext : Frédéric MAILLET
- Chapitre 3 Direction générale des études et des relations internationales : Catherine ADENOT, Marie Christine BERGÉ, Carine BOUTHEVILLAIN, Patrick BRANTHOMME, Dominique DURANT, Daniel GABRIELLI, Emmanuel GERVAIS, Dominique MARCHAL, Régine MONFRONT-MONCOMBLE (DESM), Élisabeth-Claire FONTENY, Gilles MOEC (DEER), Frédéric LAMBERT, Philippe MESNY (DBDP), Bruno RIZZARDO (DCONJ), Philippe CREIGNOU, Nicolas NEVEU (DRIE)
Secrétariat général : Bernard BARDES (Observatoire des entreprises)
Secrétariat général de la Commission bancaire : Nicolas FLEURET, Bruno LONGET
INSEE : Carine BURRICAND
Banque CPR GESTION : Anton BRENDER
- Chapitre 4 Direction générale des études et des relations internationales : Jean-François BEAUCOURT, Patrick BRANTHOMME, Dominique DURANT, Laurence HEN, Francis LE FALHER, Nicolas NEVEU (DESM), Alain DREYFUS, Dominique ROUGÈS, Olivier VIGNA (DBDP), Sanvi AVOUYI-DOVI, Élisabeth-Claire FONTENY, Pascal JACQUINOT (DEER) ;
Direction générale des opérations : Alexandre DUVIVIER, Yves NACHBAUR (DGO), François HAAS, Delphine LESCARCELLE, Sébastien LÉVY, Imène RAHMOUNI, Christine-Marie SAHATJIAN (DMC), Éric FONTMARTY-LARIVIÈRE (DECEI)
Secrétariat général de la Commission bancaire : Isabelle COMMENGE
Crédit foncier de France : Sandrine GUÉRIN
- Chapitre 5 Caisse générale : Natacha ISSLAME (Direction des services de caisse)
Direction générale des opérations : Nicolas BELORGEY, Macha BRONNER, Frédéric HERVO (DSP)
- Chronologie Direction générale des études et des relations internationales : Emmanuelle PAOLINI (DDPE)

DBDP : direction de la balance des paiements,

DCONJ : direction de la conjoncture,

DDPE : direction de la documentation et des publications économiques,

DECEI : direction des établissements de crédit et des entreprises d'investissement,

DEER : direction des études économiques et de la recherche,

DESM : direction des études et des statistiques monétaires,

DMC : direction des marchés de capitaux,

DRIE : direction des relations internationales et européennes,

DSP : direction des systèmes de paiement, SAMI : service d'analyse des marchés internationaux.

Le rapport a été réalisé au Secrétariat général du CNCT, sous la conduite de Catherine RICHARD.

Composition et élaboration : Catherine RICHARD avec Cécile N'GUYEN PHUC, Monique ZONTA, Luc CHÉRASSE, Dominique RÉGNIER, Philippe SION.

Relecture : Catherine RICHARD, Françoise MASSÉ et Dominique RÉGNIER.

CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

**RAPPORT ANNUEL
2000**

SOMMAIRE

CHAPITRE 1 – L’ENVIRONNEMENT FINANCIER INTERNATIONAL.....	1
Introduction : les flux de capitaux entre les trois grandes zones monétaires	3
1.1. LES ASPECTS FINANCIERS DE L’ÉCONOMIE MONDIALE.....	9
1.1.1. États-Unis : des évolutions contrastées	9
1.1.2. Japon : le redressement du secteur financier encore en suspens.....	11
1.2. LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX EN 2000.....	13
1.2.1 Les marchés de devises : le yen, l’euro et le dollar.....	13
1.2.2. Les marchés boursiers	14
1.2.3. Les marchés de taux.....	15
1.3. LA RÉGULATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE	18
FICHES THÉMATIQUES	
1.a. Le FMI peut-il jouer le rôle d’un prêteur international de dernier ressort ?	23
1.b. Crises financières internationales, implication du secteur privé et architecture financière internationale	27
1.c. Investissements directs, fusions et acquisitions transfrontalières dans le monde	29
1.d. Les centres « <i>offshore</i> » dans l’activité bancaire internationale	35
1.e. Les accords sur les abandons de créances des pays pauvres très endettés (PPTE)	41
1.f. La montée de l’électronique dans les marchés de gré à gré	45
1.g. Marché financier global et Internet.....	49
1.h. Le Forum de stabilité financière	55

CHAPITRE 2 – L’ESPACE FINANCIER EUROPÉEN.....	59
Introduction : panorama économique et financier de la zone euro.....	61
Encadré : 10 questions essentielles pour les particuliers sur le passage pratique à l’euro.....	63
2.1. CONVERGENCE FINANCIÈRE EN EUROPE.....	65
2.1.1. État de l’intégration des marchés.....	65
2.1.2. Les progrès de la réglementation européenne	67
2.1.3. Harmonisation de la fiscalité de l’épargne.....	70
2.1.4. Convergence des systèmes bancaires et financiers	72
2.2. LE TABLEAU DES FINANCEMENTS ET DES PLACEMENTS DE LA ZONE EURO	74
Encadrés : – L’entrée de la Grèce dans la zone euro	77
– Les décisions de Lisbonne sur l’Europe financière.....	78
FICHES THÉMATIQUES	
2.a. Balance des paiements et position extérieure de la zone euro	79
2.b. L’Eurogroupe.....	85
2.c. Eurofi 2000.....	87
2.d. Euronext.....	91
CHAPITRE 3 – LE COMPORTEMENT FINANCIER DES AGENTS NON FINANCIERS	95
Introduction : l’équilibre des besoins et capacités de financement en 2000	97
3.1. LE COMPORTEMENT FINANCIER DES MÉNAGES.....	99
3.1.1. Les comportements de placement des ménages	100
3.1.2. Les comportements d’endettement des ménages	104
3.2. LE COMPORTEMENT FINANCIER DES SOCIÉTÉS	108
3.2.1. Les placements des sociétés.....	110
3.2.2. Les financements des sociétés.....	111

3.3. LE COMPORTEMENT FINANCIER DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES.....	115
3.3.1. Les soldes financiers	115
3.3.2. Les opérations financières.....	118

FICHES THÉMATIQUES

3.a. Perspectives à moyen terme de l'évolution de l'endettement public en Europe	125
3.b. La microfinance en France	133
3.c. La progression des non-résidents dans le capital des entreprises françaises	139
3.d. Le financement du secteur des télécommunications.....	145
3.e. Structure de l'épargne des ménages européens.....	151
3.f. Les aspects financiers du vieillissement de la population.....	163
3.g. L'enquête sur le patrimoine des ménages.....	171
3.h. Les crédits immobiliers consentis aux ménages	177
3.i. Le crédit interentreprises	183
3.j. L'innovation financière en 2000 et les nouveaux produits d'épargne	195
3.k. Bilan des PEA	207
3.l. L'Agence France Trésor	213

CHAPITRE 4 – LE BOUCLAGE DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ET L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Introduction : la formation des taux d'intérêt.....	219
4.1. LES CIRCUITS DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE.....	223
4.1.1. Les comptes financiers de la Nation	223
4.1.2. Le taux d'intermédiation financière en 2000	229
4.2. LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES DE LA FRANCE AVEC L'ÉTRANGER.....	239
4.2.1. Le dynamisme des investissements directs entrants et sortants.....	240
4.2.2. Un solde créditeur des investissements de portefeuille	241
4.2.3. Forte augmentation des engagements au titre des « autres investissements ».....	243
4.2.4. Les produits financiers dérivés et les avoirs de réserves	245

4.3.	LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS	245
4.3.1.	Les institutions financières monétaires.....	245
4.3.2.	Les assurances	250
4.3.3.	Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières	255
4.3.4.	Les fonds communs de créances.....	256
4.4.	L'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DE CAPITAUX	257
4.4.1.	Le marché des actions.....	257
4.4.2.	Le marché obligataire	259
4.4.3.	Les titres de créances négociables	261
4.4.4.	Le marché des produits dérivés	264

FICHES THÉMATIQUES

4.a.	Le rôle des valeurs technologiques dans l'évolution des marchés actions en Europe et aux États-Unis.....	267
4.b.	Le rôle de l'euro sur les marchés internationaux de capitaux.....	279
4.c.	Les évolutions des « <i>spreads</i> » de refinancement sur la zone euro entre mai 1999 et décembre 2000	285
4.d.	L'évolution des parts de marché des banques françaises en matière de crédit international.....	289
4.e.	L'Internet et la banque : quelles conséquences en termes de concurrence et de surveillance prudentielle ?	297
4.f.	Le démarchage bancaire et financier.....	305
4.g.	La mesure de la contribution de l'intermédiation financière au PIB	309
4.h.	L'évolution de l'intermédiation et du rôle des marchés	317
4.i.	Paris europlace.....	321

CHAPITRE 5 - LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENTS ET LES MOYENS DE PAIEMENTS

325

5.1.	LES ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE SURVEILLANCE	327
5.2.	LES INSTRUMENTS ET LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE.....	327
5.2.1.	Évolutions quantitatives	328
5.2.2.	Le projet d'échange généralisé d'images chèques	329
5.2.3.	La sécurité des cartes bancaires	330
5.2.4.	La monnaie électronique.....	330

5.2.5. L'impact du passage à l'euro sur les instruments de paiement scripturaux	331
5.2.6. Les services de paiement de masse transfrontière dans la zone euro.....	333
5.3. LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ	333
5.4. LA COMPENSATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS	334
5.5. LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT LIVRAISON DE TITRES	335
5.6. LA MONNAIE FIDUCIAIRE.....	336
5.6.1. Évolution de la monnaie fiduciaire	336
5.6.2. Les travaux de préparation à l'euro fiduciaire	339
FICHE THÉMATIQUE	
5.a. Évolution et perspectives de Target	341
ANNEXES	
CHRONOLOGIE DES MESURES PRISES OU DES FAITS INTERVENUS DANS LE DOMAINE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER AU COURS DE L'ANNÉE 2000.....	345
LES ACTIVITÉS DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE EN 2000	353
COMPOSITION DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE AU 31 DÉCEMBRE 2000	357

1.

L'ENVIRONNEMENT FINANCIER INTERNATIONAL

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 1.a. Le FMI peut-il jouer le rôle d'un prêteur international de dernier ressort ?
- 1.b. Crises financières internationales, implication du secteur privé et architecture financière internationale
- 1.c. Investissements directs, fusions et acquisitions transfrontalières dans le monde
- 1.d. Les centres « *offshore* » dans l'activité bancaire internationale
- 1.e. Les accords sur les abandons de créances des pays pauvres très endettés (PPTE)
- 1.f. La montée de l'électronique dans les marchés de gré à gré
- 1.g. Marché financier global et Internet
- 1.h. Le Forum de stabilité financière



Introduction : les flux de capitaux entre les trois grandes zones monétaires

Flux et soldes de balance des paiements des trois principales zones économiques développées

Dans un contexte de vive croissance de l'économie américaine (+5% en moyenne annuelle) et de hausse des prix de l'énergie importée, le déficit des transactions courantes de la balance des paiements des États-Unis a continué à se creuser tout au long de l'année 2000. Sur l'ensemble de l'année, il a atteint 435 milliards de dollars au total, soit 4,4% du PIB et le double exactement du déficit de 1998.

S'agissant de la zone euro (hors Grèce), on observe un élargissement limité mais continu du déficit courant en glissement sur douze mois, du début 2000 jusqu'à la fin du troisième trimestre, période à laquelle il s'est stabilisé à un niveau légèrement inférieur à 30 milliards d'euros (0,4% du PIB de la zone).

Pour sa part, le Japon a présenté un excédent courant en léger repli au premier semestre 2000, également sous l'effet du renchérissement des importations d'énergie, mais aussi en raison d'une reprise temporaire de l'activité. Le ralentissement de fin d'année s'est traduit, en revanche, par une remontée de l'excédent qui, en termes annuels, a finalement dépassé celui de 1999, à 12 620 milliards de yens (127 milliards d'euros), malgré la réduction du solde des échanges de marchandises.

BALANCES DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS, DE LA ZONE EURO (HORS GRÈCE), DU ROYAUME-UNI ET DU JAPON EN 2000				
(en milliards d'euros)				
	États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon
Transactions courantes et compte de capital (soldes) ou capacité / besoin de financement	- 472	- 20	- 23	117
Investissements directs	168	- 23	- 130	- 27
<i>à l'étranger</i>	- 175	- 326	- 271	- 36
<i>de l'étranger</i>	373	303	141	9
Investissements de portefeuille (1)	350	- 124	146	- 41
<i>dont opérations sur actions</i>		- 266	161	- 23
Autres investissements	- 85	132	18	- 14
<i>dont secteur bancaire</i>	- 27	142		
Avoirs de réserve	0	18	- 6	- 53
Erreurs et omissions nettes	39	17	- 5	18

(1) Y compris produits financiers dérivés

Source : *Bureau of Economic Analysis* (États-Unis), Banque centrale européenne, Banque du Japon et *Office for National Statistics* (Royaume-Uni)

Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – PEET

Le besoin de financement croissant des États-Unis — évalué par le FMI à 7,5% de l'épargne mondiale hors États-Unis en 2000¹ — venant grossir une position extérieure débitrice de près de 1 500 milliards de dollars en fin d'année 1999 (16% du PIB) et s'ajoutant à la montée des déséquilibres économiques et financiers internes (hausse de l'endettement des ménages et des entreprises, élargissement des « *spreads* », augmentation du nombre de défaillances, chute des cours boursiers...) n'a pas dissuadé les investisseurs internationaux de placer leurs capitaux aux États-Unis et n'a pas davantage empêché bon nombre des plus grands groupes mondiaux d'y multiplier les investissements ou les rachats d'entreprises, y compris en fin d'année lorsqu'il est devenu patent que les perspectives économiques s'assombrissaient.

Ainsi, chaque trimestre à l'exception du deuxième, les achats de titres américains par les non-résidents ont été supérieurs à 100 milliards de dollars, alors que les investissements de portefeuille américains à l'étranger ont été de l'ordre de 30 milliards de dollars par trimestre. Au total, les flux nets d'investissements de portefeuille dont ont bénéficié les États-Unis se sont élevés à 323 milliards de dollars (350 milliards d'euros), comblant les trois-quarts du besoin de financement externe.

De plus, dans un contexte d'opérations de restructuration et de concentration accélérées, qui se sont traduites par un nouveau record pour les fusions et acquisitions transfrontalières et les investissements directs internationaux, les investissements directs entre les États-Unis et l'extérieur ont dégagé un solde positif, correspondant à des entrées nettes de capitaux aux États-Unis, pour la troisième année consécutive (155 milliards de dollars).

En 1999, le Japon avait reçu des investissements directs étrangers d'un montant sans précédent, auxquels s'étaient ajoutés de très importants achats d'actions de sociétés japonaises par les non-résidents, liés aux anticipations de reprise économique, et des rapatriements de capitaux sur les marchés obligataires japonais. L'année 2000 a vu se tarir les achats d'actions japonaises, en relation avec la rechute des marchés boursiers, tandis que les investissements directs étrangers au Japon se ralentissaient. L'aggravation de la crise du secteur financier nippon a cependant conduit les institutions financières du pays à limiter leurs placements à l'étranger, de sorte que, comme en 1999, les sorties nettes d'investissements directs et de portefeuille n'ont pas compensé l'excédent courant, conduisant la Banque centrale à accroître ses réserves (à hauteur de 5 260 milliards de yens, soit 53 milliards d'euros).

Par rapport à 1999, les sorties nettes de capitaux de la zone euro au titre des investissements directs ont été réduites des 4/5^{ème} environ, à 23 milliards d'euros, sous l'effet notamment du rachat de la société Mannesmann (Allemagne) par Vodafone (Royaume-Uni). Mais la contraction du solde débiteur des investissements directs a été contrebalancée par l'accroissement des investissements de portefeuille nets de la zone euro à l'extérieur, le financement de la balance des paiements étant assuré *in fine*, comme en 1999, par un endettement élevé des institutions financières de la zone vis-à-vis de l'étranger et, pour un montant plus marginal, par une diminution des avoirs de réserve.

Les flux bilatéraux de balance des paiements entre la zone euro, les États-Unis et le Japon

Au premier semestre 2000, le déficit courant bilatéral des États-Unis s'est creusé, tant vis-à-vis du Japon (à 52 milliards d'euros, contre 46 milliards au second semestre 1999) que de la zone euro² (à 18 milliards d'euros, contre 26 milliards d'euros pour l'ensemble de l'année 1999).

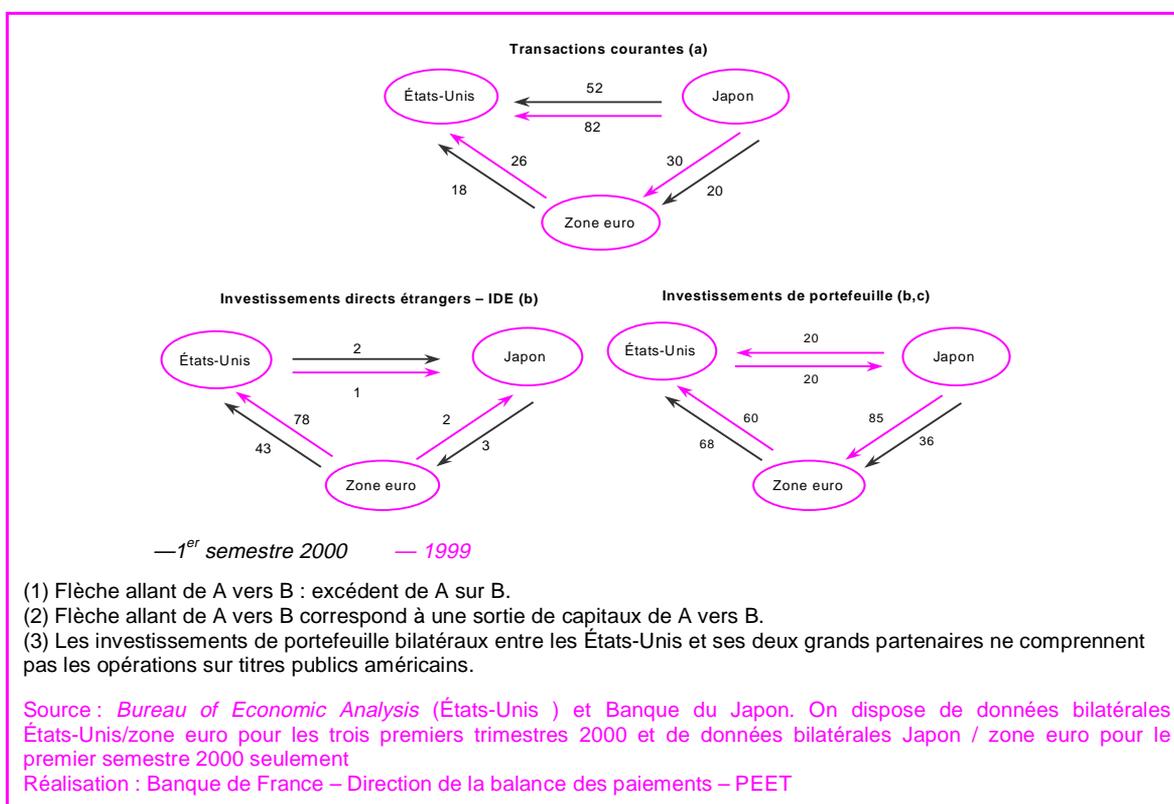
¹ Ce chiffre signifie que chaque fois qu'un agent économique non résident américain s'est constitué une épargne brute de 100 en 2000, celle-ci a servi à financer le déficit courant américain à hauteur de 7,5.

² Ou plus exactement des résidents de l'Union européenne en excluant le Royaume-Uni, puisque tel est l'agrégat géographique que l'on peut reconstituer à partir des données de la balance des paiements américaine.

Cette dernière enregistre également une légère aggravation de son déficit courant envers le Japon, qui passe de 15 milliards d'euros au second semestre 1999 à 20 milliards d'euros au premier semestre 2000 (cf. graphique ci-dessous).

Alors que les investissements directs nets de la zone euro vers les États-Unis ont à nouveau atteint un montant important au premier semestre 2000 (43 milliards d'euros, après 78 milliards en 1999), les opérations entre les États-Unis et le Japon ont été équilibrées, tant en 1999 qu'au premier semestre 2000. Par ailleurs, dans un contexte de flux de faible ampleur entre les deux zones, qui contraste avec l'expansion des fusions et acquisitions dans le reste du monde, le Japon a été investisseur net dans la zone euro sur les six premiers mois 2000 (à hauteur de 3 milliards d'euros) alors que la situation était inverse en 1999.

En matière d'investissements de portefeuille, le Japon a continué, au premier semestre 2000, à financer la zone euro (36 milliards d'euros), tandis que celle-ci accroissait ses placements aux États-Unis (68 milliards d'euros, soit davantage que sur toute l'année 1999). En revanche, alors que les États-Unis avaient fortement investi au Japon en 1999, en lien avec la hausse de la bourse japonaise (à hauteur de 20 milliards d'euros), ils sont, à l'instar de la situation qui prévalait les années précédentes, redevenus débiteurs nets au premier semestre 2000 (20 milliards d'euros) ³.



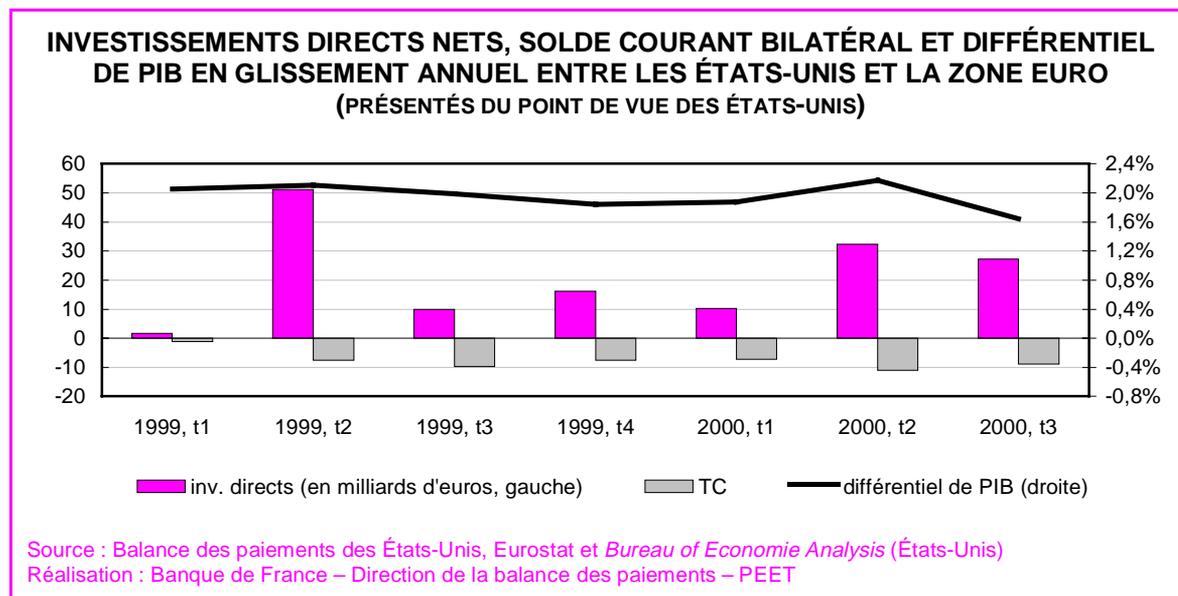
³ Les investissements de portefeuille bilatéraux entre les États-Unis et ses deux grands partenaires commentés dans ce paragraphe ne comprennent pas les opérations sur titres publics américains, la balance des paiements américaine ne fournissant pas de ventilation géographique pour ces opérations. Les opérations de non-résidents sur titres publics américains ayant consisté au total en cessions nettes de faible ampleur, on peut néanmoins considérer que les chiffres ci-dessus sont probablement peu éloignés de la réalité.

Le « surfinancement » du déficit courant américain par le Japon et la zone euro

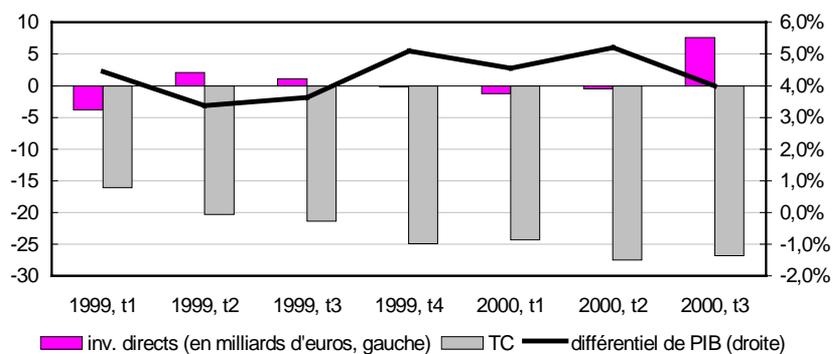
La comparaison des flux de transactions courantes entre les États-Unis d'une part, le Japon et la zone euro d'autre part, montre que l'on peut parler de « surfinancement » des premiers par les seconds.

Ainsi, alors que le Japon et la zone euro n'ont contribué, ensemble, qu'à 30% environ du déficit courant cumulé des États-Unis sur les trois premiers trimestres de 2000 (soit 106 milliards d'euros sur 343, contre 142 milliards d'euros pour les pays d'Asie hors Japon, soit 42% du déficit courant américain sur la même période), ils l'ont en revanche financé à hauteur de 60% (206 milliards d'euros, dont 76 milliards au titre des investissements directs). Le déséquilibre est particulièrement prononcé pour ce qui est de la zone euro dont les flux de capitaux nets vers les États-Unis sont près de six fois supérieurs à l'excédent bilatéral des transactions courantes sur la même période. Le « surfinancement » s'est même accentué au troisième trimestre 2000 : alors qu'ils sont à l'origine de 26% seulement du déficit courant américain (36 milliards d'euros), le Japon et la zone euro en ont financé 57% (77 milliards d'euros).

Au total, la comparaison des flux de capitaux internationaux des États-Unis et de la zone euro met en évidence un déséquilibre avec, pour les premiers, des entrées nettes d'investissements directs et de portefeuille à hauteur de 478 milliards de dollars (contre un déficit courant de 435 milliards de dollars) et, pour la zone euro, des sorties nettes de 147 milliards d'euros (s'ajoutant à un besoin de financement de 20 milliards), qui se double d'un déséquilibre des flux bilatéraux entre les deux zones (la zone euro surfinançant les États-Unis), expliquant en partie les évolutions du taux de change bilatéral.



INVESTISSEMENTS DIRECTS NETS, SOLDE COURANT BILATÉRAL ET DIFFÉRENTIEL DE PIB EN GLISSEMENT ANNUEL ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LE JAPON (PRÉSENTÉS DU POINT DE VUE DES ÉTATS-UNIS)



Source : Bureau of Economic Analysis (États-Unis) et Banque du Japon
 Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – PEET



1.1. Les aspects financiers de l'économie mondiale

1.1.1. États-Unis : des évolutions contrastées

La croissance américaine a été particulièrement soutenue en 2000, mais des signes de ralentissement ont été observés dès le second semestre

La croissance du PIB a été de 5% en 2000 (après plus de 4% pour chacune des trois années précédentes), soit l'augmentation de l'activité la plus rapide depuis 1984.

Ce dynamisme est imputable tant à la vigueur de la consommation des ménages (+ 5,3%) qu'à la progression rapide de l'investissement total (+ 9,1%). En revanche, malgré une forte hausse des exportations (+ 9% après + 2,9% en 1999), les échanges extérieurs de biens et services ont eu une contribution nette négative de 0,9 point sur la croissance.

La vigueur de la croissance en 2000 masque en fait une nette décélération intervenue au second semestre, la progression du PIB passant de + 2,6% au premier semestre à + 0,8% au second semestre.

Principal facteur de ralentissement, le recul de l'investissement productif pourrait être le contrecoup d'une suraccumulation de capital réalisée ces dernières années : l'investissement des entreprises a représenté entre 9% et 10% du PIB dans les années 1980, 10,8% en 1995 et 15,2% en 2000.

Les déséquilibres financiers de l'économie américaine se sont accrus

La croissance américaine s'est accompagnée d'un déséquilibre accru entre l'épargne nationale et l'investissement. Alors que l'investissement des entreprises en valeur a augmenté à un rythme annuel moyen proche de 10% entre 1995 et 2000, les ménages n'ont pas cessé de réduire leur épargne sur la même période.

Le taux d'épargne des ménages, rapportant l'épargne des ménages à leur revenu disponible, a ainsi diminué de près de 6 points entre 1995 et 2000. La dette des ménages, qui représentait 80% de leur revenu disponible en 1989, a dépassé la proportion de 100% en 2000 ; leurs charges financières ont atteint un niveau proche de celui de la fin des années 1980, autour de 14%. Au total, la progression continue de l'épargne publique depuis 1993, qui a permis aux administrations publiques de dégager un excédent à compter de 1997, n'a pas suffi à compenser l'insuffisance d'épargne privée.

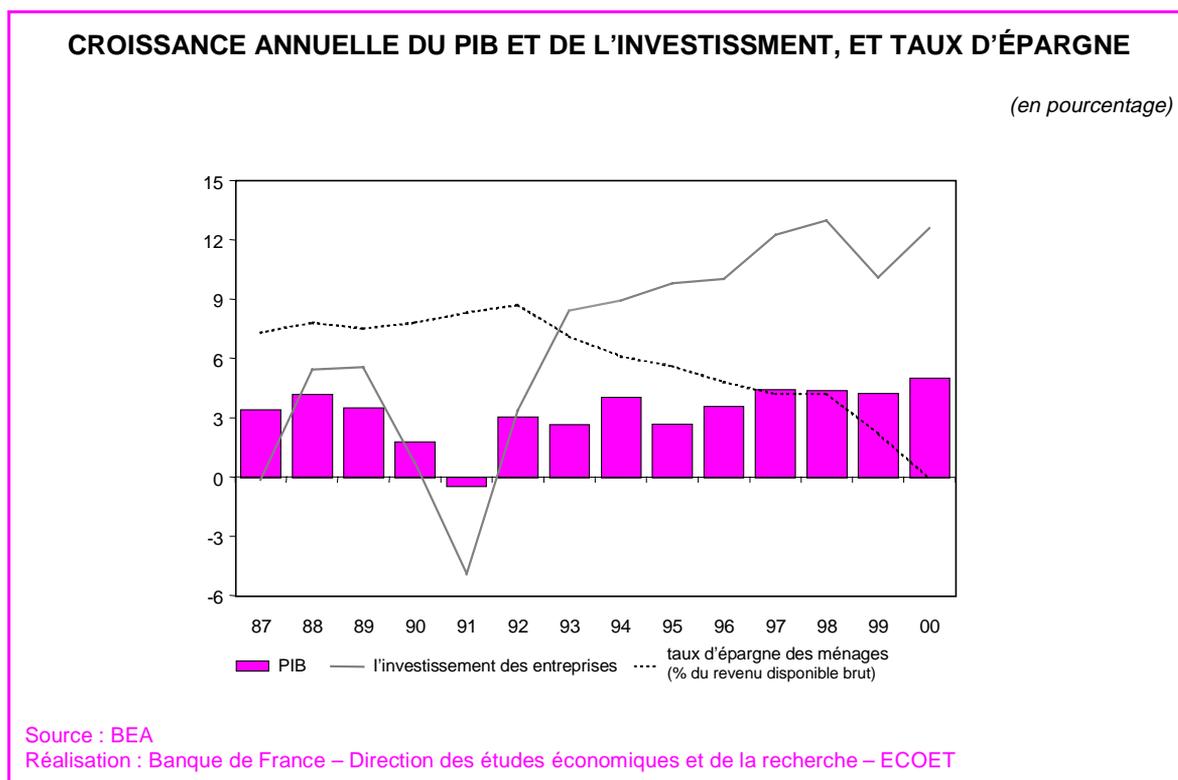
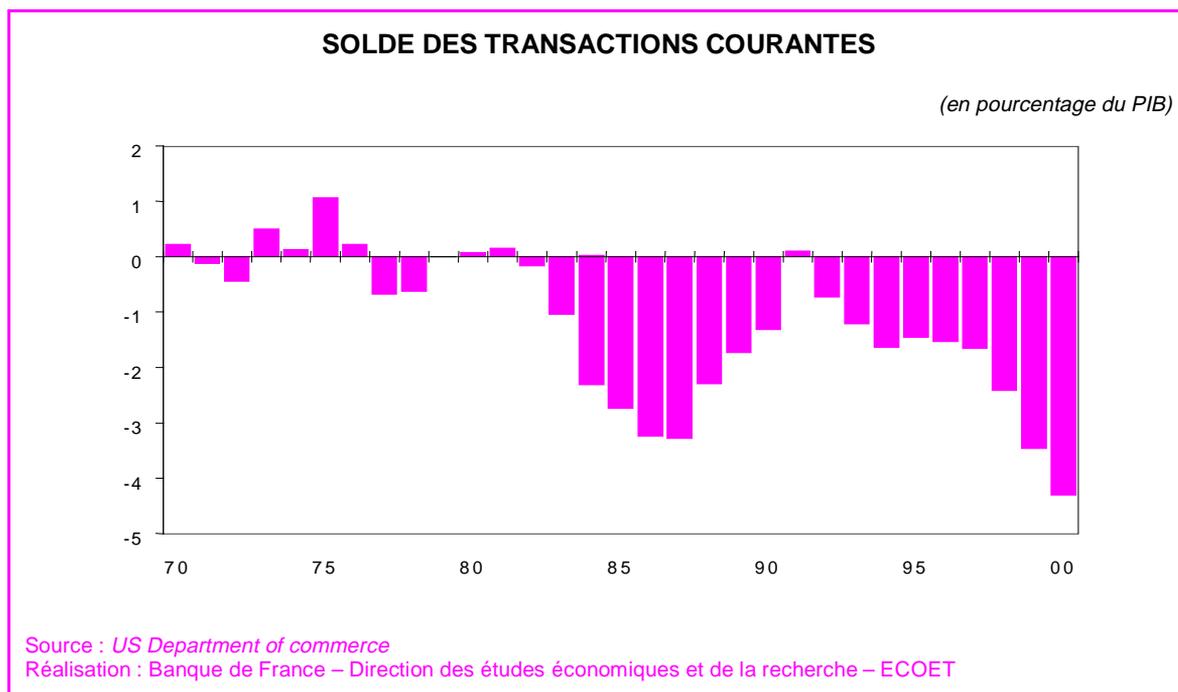
Contrepartie du déséquilibre entre épargne et investissement au niveau national, le déficit courant s'est creusé significativement ces dernières années : 4,4% du PIB en 2000 au lieu de 1,5% en 1995. L'afflux de capitaux correspondant a permis de financer la croissance américaine mais la rend vulnérable à un repli marqué des marchés boursiers qui pourrait rendre les conditions de financement plus difficile.

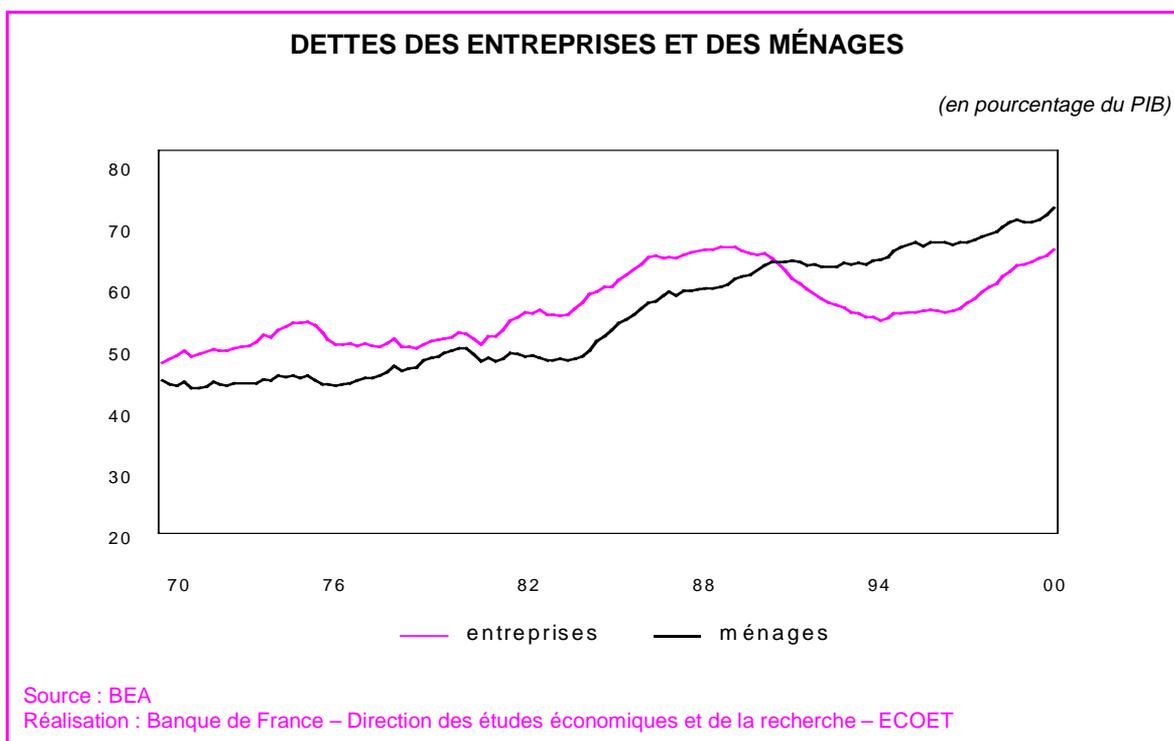
L'évolution du prix des actifs financiers pourrait peser sur la croissance à moyen terme

La baisse des cours boursiers en 2000 a concerné surtout les valeurs dites technologiques, sans épargner les valeurs « traditionnelles ». L'indice NASDAQ a perdu 40% en un an, tandis que l'indice Dow Jones a diminué de 6%.

Cette baisse du prix des actifs financiers a eu un impact négatif sur l'économie réelle :

- en diminuant la richesse financière des ménages, ce qui les incite à réduire leur consommation ;
- en augmentant le coût d'usage du capital, ce qui peut conduire les entreprises à diminuer leur investissement.





1.1.2. Japon : le redressement du secteur financier encore en suspens

La reprise de l'activité économique s'est essoufflée au cours de la seconde moitié de l'année 2000

Le PIB a augmenté de 1,7% en moyenne annuelle en 2000, après des rythmes de +0,8% en 1999 et -1,1% en 1998. Toutefois, l'accélération de la croissance s'est produite au cours du premier semestre, alors que les comptes nationaux et les indicateurs concernant le second semestre ont mis en lumière un certain essoufflement de la reprise.

Malgré un sursaut au premier trimestre, la consommation des ménages est restée déprimée, reflétant à la fois la poursuite de la modération salariale observée depuis 1998 et la constitution d'une épargne de précaution destinée à amortir les pertes de revenu liées aux restructurations d'entreprises et les difficultés à venir du système des retraites.

L'investissement public n'a significativement soutenu la croissance économique qu'au second trimestre. Il s'inscrit dans un mouvement de baisse tendancielle, induit notamment par le désendettement des collectivités locales.

Le commerce extérieur n'a apporté de contribution positive à la croissance qu'au cours du premier semestre. Par la suite, la progression des exportations a ralenti, en liaison avec l'appréciation du yen et le ralentissement de la demande mondiale.

Le principal moteur de la croissance a en fait été l'investissement des entreprises, en phase d'accélération depuis 1999 avec le retour des profits. Cependant, les dépenses d'investissement ont concerné essentiellement les grandes entreprises, se concentrant dans le secteur des technologies de l'information et de la communication.

Le redressement du système financier s'est ralenti et fragilisé

Avec les fusions et les rapprochements amorcés par les grandes banques commerciales « city banks » en 1999 puis en 2000, le secteur bancaire japonais a connu une reconfiguration de grande ampleur. Ces regroupements doivent aboutir à la création de quatre groupes bancaires, qui compteront parmi les premiers mondiaux en termes de taille et de bilan :

POIDS FINANCIER DES QUATRE GRANDS GROUPES BANCAIRES		
(données consolidées, en milliards de yens, au 30 septembre 2000)		
	Total actif	Total actif
Mizuho Group (Dai Ichi Kangyo bank, Fuji bank et IBJ)	137 600	137 600
Sumito-Mitsui Banking corp. (Sumitomo bank, Sakura bank)	100 800	100 800
United Financial of Japan (Sanwa bank, Tokai bank, Toyo trust bank)	91 100	91 100
Mitsubishi-Tokyo Financial Group (Bank of Tokyo-Mitsubishi, Mitsubishi trust)	87 700	87 700

Source et réalisation : Agence financière de l'Ambassade de France à Tokyo

Cette restructuration pourrait toutefois se révéler insuffisante pour remédier à la faible rentabilité du secteur bancaire japonais, qui reste handicapé par de faibles marges, un recul des encours de crédit et un montant considérable de créances douteuses.

Le secteur de l'assurance vie a quant à lui continué de subir un effet de ciseau défavorable, lié au décalage entre le rendement moyen garanti aux assurés lors de la période de la « bulle » immobilière et boursière (fourchette 3,3%/3,8%) et le rendement moyen de ses actifs placés (0,5%/3,2%). De plus, la valeur totale des polices d'assurance a diminué en 2000 pour le quatrième exercice consécutif, du fait d'une moindre demande de contrats depuis la faillite de *Nissan Life* en 1997, et du fait de la concurrence accrue des filiales vie des assureurs dommages, qui, ayant été créées récemment, ne subissent pas l'effet de ciseau mentionné ci-dessus. Les compagnies d'assurance vie ont également été fragilisées par les faillites d'entreprises qui ont augmenté le montant de leurs créances douteuses : les prêts aux entreprises représentent en effet 30% du total de leurs actifs. L'année 2000 a ainsi vu la faillite de plusieurs compagnies d'assurance vie, telles *Dai Ichi mutual fire and marine* le 1^{er} mai 2000, et *Taisho life* le 28 août 2000.

Le repli de plus de 30% de l'indice Nikkei sur l'année fiscale avril 2000-mars 2001, qui a ainsi retrouvé son niveau plancher d'octobre 1998, devrait peser sur la situation des institutions financières par deux canaux :

- en diminuant la valeur des portefeuilles-actions des banques, calculée selon le principe du « mark to market » à partir de la nouvelle année fiscale ;
- en accroissant le montant des créances douteuses détenues par les banques et les compagnies d'assurance, dans un contexte de recrudescence des faillites d'entreprises et de baisse des prix immobiliers.

La demande de la *Financial services agency* de provisionner davantage les créances douteuses (qu'elle estime à 63 900 milliards de yens, soit 12% des encours de crédit) fait craindre que les banques ne présentent à nouveau des résultats négatifs pour l'année fiscale avril 2000-mars 2001.

1.2. Les marchés financiers internationaux en 2000

1.2.1. Les marchés de devises : le yen, l'euro et le dollar

Les signes de ralentissement de l'économie américaine et la plus juste réévaluation des fondamentaux de la zone euro par les marchés ont entraîné un rebond de l'euro face au dollar en fin d'année

L'année 2000 a été marquée par la poursuite, jusqu'à fin octobre, du recul sensible de l'euro face au dollar (la monnaie européenne passant de 1,009 le 3 janvier à son plus bas de l'année à 0,8228 le 26 octobre) puis par un net rebond au cours des deux derniers mois (l'euro achevant sa seconde année d'existence autour de 0,93 dollar).

En début d'année 2000, l'euro a poursuivi son repli amorcé en 1999 en dépit de chiffres confirmant l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro et de signes croissants de déséquilibre de l'économie américaine. Dans ce contexte, l'importance des sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs et des investissements de portefeuille a contribué à l'orientation médiocre de la monnaie européenne. Cette dernière s'est ainsi graduellement repliée face au dollar jusqu'à 0,8524 dollar le 21 septembre.

Soucieuses des implications potentielles pour l'économie mondiale des évolutions du taux de change de l'euro, les autorités monétaires de la zone euro, des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et du Canada se sont associées, le 22 septembre 2000, à l'initiative de l'Eurosystème pour effectuer une intervention concertée sur les marchés de change qui a permis une certaine remontée des cours. Mais le regain de tension au Proche-Orient, la flambée des prix du pétrole qui en a résulté et les craintes relatives aux difficultés d'élargissement de la zone euro après l'échec du référendum danois ont entraîné une rechute de la monnaie européenne jusqu'à son plus bas de l'année le 26 octobre à 0,8228 dollar. Dans ce contexte, des interventions unilatérales ont été opérées par l'Eurosystème les 3, 6 et 9 novembre afin d'amener les marchés à porter une appréciation plus juste sur les fondamentaux de la zone euro. Par la suite, l'apparition de signes de plus en plus clairs du ralentissement américain, le développement d'anticipations de baisse des taux aux États-Unis avec en corollaire une réduction des écarts de rémunération vis-à-vis de l'Europe et le vif repli du Nasdaq ont permis à l'euro d'amplifier sa progression et d'achever l'année à 0,93 dollar, soit 13% au dessus de son point bas de 2000.

Les incertitudes économiques, financières et politiques au Japon ont pesé sur le yen

Jusqu'à fin octobre, la monnaie nippone est restée globalement stable face au dollar, soutenue par des anticipations de reprise de l'économie japonaise et de diminution du risque de déflation (attestée par l'abandon en août par la Banque du Japon de la « politique de taux zéro » menée depuis 18 mois). La relative fermeté du yen a toutefois été limitée d'une part par la perception de la volonté des autorités japonaises d'empêcher qu'une appréciation trop rapide de leur monnaie n'étouffe la reprise économique — ce qui a amené la Banque du Japon à intervenir à plusieurs reprises sur les marchés de change en début d'année — et d'autre part, par la fragilité persistante des dépenses de consommation et, plus généralement, des composantes internes de la croissance économique.

À partir de novembre cependant, le yen s'est nettement orienté à la baisse contre dollar et plus encore contre euro, affecté par un climat japonais de plus en plus fragile du fait :

- de la publication d'indicateurs économiques décevants ;

- de la progression du nombre de faillites et de difficultés des compagnies d'assurance nipponnes ;
- de l'amplification de la baisse du Nikkei (qui a terminé l'année au plus bas depuis deux ans) faisant craindre des difficultés pour les banques japonaises ;
- de la perception d'une instabilité politique latente.

Au total, la devise nipponne s'est dépréciée au cours de l'année 2000 de près de 11,5% contre la monnaie américaine (passant de 101,83 le 3 janvier à 115,08 le 29 décembre) et de plus de 4% contre l'euro (passant de 102,75 le 3 janvier à 107,10 le 29 décembre).

1.2.2. Les marchés boursiers

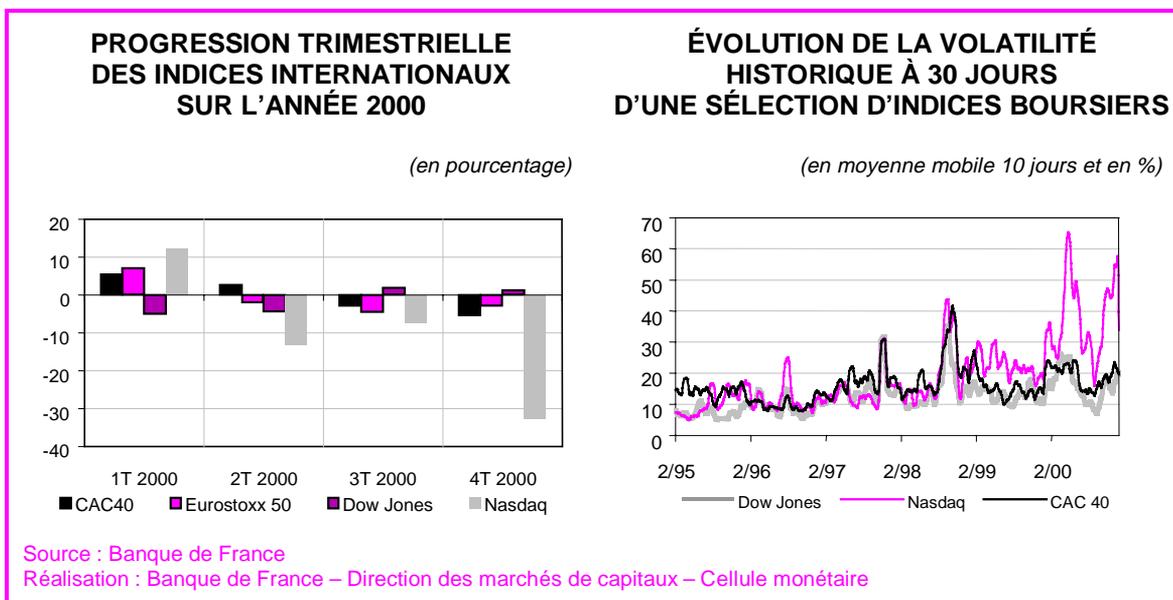
Des marchés boursiers américains et européens orientés à la baisse...

L'année 2000 a été marquée par un repli de la plupart des marchés boursiers de part et d'autre de l'Atlantique. Les marchés européens, portés par des perspectives de croissance plus favorables, ont pourtant mieux résisté que les marchés américains, l'indice synthétique EuroStoxx 50 reculant de 2,7% alors que le Dow Jones abandonnait 5,8% et le Nasdaq jusqu'à 38,8%, en monnaie locale.

Dans l'ensemble, le profil d'évolution des bourses au cours de l'année a fait ressortir trois éléments :

- une phase de hausse des indices au premier trimestre, essentiellement imputable à l'engouement autour des valeurs des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC), qui ont atteint des valorisations très élevées, voire irréalistes : le Nasdaq a gagné 12,4% sur cette période et l'indice du nouveau marché français près de 81%. Les indices traditionnels, essentiellement orientés vers les valeurs de l'ancienne économie, ont progressé plus modestement (EuroStoxx 50 : + 7%). Le Dow Jones, quant à lui, s'est replié (- 5%) ;
- une orientation à la baisse des marchés boursiers sur le reste de l'année, déclenchée par la correction sur les valeurs des NTIC intervenue à partir du mois d'avril. Au deuxième trimestre, les indices traditionnels sont néanmoins parvenus à limiter leurs pertes, voire à progresser, grâce à la diversification de leur composition sectorielle (CAC 40 : + 2,6%). Par la suite, les craintes sur le rythme de ralentissement de l'économie américaine, qui sont apparues au mois d'août puis n'ont cessé de s'amplifier, ont entraîné une orientation à la baisse de l'ensemble des marchés boursiers, dans un contexte de multiplication des avertissements sur résultat, de sélectivité accrue des investisseurs et de progression de la volatilité ;
- une similitude d'évolution plus marquée entre indices européens et Nasdaq qu'entre ces indices et le Dow Jones, qui a souvent évolué à rebours des indices européens et du Nasdaq (cf. graphique).

Au total, les secteurs dits « défensifs » ont enregistré les plus fortes progressions annuelles en Europe (pharmacie, agro-alimentaire, valeurs financières) alors que les valeurs des NTIC, et notamment le secteur des télécommunications, ont accusé des baisses sensibles, s'échelonnant entre 15 et 40%.



... dans un contexte de volatilité historiquement élevée

Comme c'est généralement le cas dans des périodes de turbulences boursières, la volatilité a atteint en 2000 des niveaux élevés, voire sans précédent. Néanmoins, là aussi, le comportement des indices « traditionnels » et des indices de la « nouvelle économie » a été assez contrasté.

La volatilité historique des indices « traditionnels », bien qu'élevée, n'a pas atteint en 2000 les pics enregistrés lors de la crise de l'automne 1998 alors que celle des indices de la nouvelle économie a enregistré des plus hauts historiques (67% pour la volatilité historique du Nasdaq). La volatilité implicite, mesurée par la volatilité des options sur indices et qui reflète l'incertitude des opérateurs quant aux évolutions futures de cours, est, en revanche, demeurée pour les indices traditionnels nettement inférieure à ses niveaux de 1998.

Un marché boursier japonais en baisse et repli des bourses émergentes

L'aggravation des difficultés du secteur financier japonais, la multiplication des faillites et l'incapacité du pays à retrouver une croissance soutenue ont pesé sur l'orientation de l'indice Nikkei 225, qui a perdu plus de 27% au cours de l'année 2000.

Les marchés boursiers des économies émergentes se sont, dans l'ensemble, assez sensiblement repliés pendant l'année 2000 (Brésil : - 11% ; Argentine : - 24% ; Corée : - 5% ; Hong Kong : - 11% ; Turquie : - 35%), fragilisés par l'augmentation de l'aversion au risque des opérateurs, l'impact du ralentissement de l'économie américaine, variable selon la zone considérée, et les difficultés de financement de certains pays.

1.2.3. Les marchés de taux

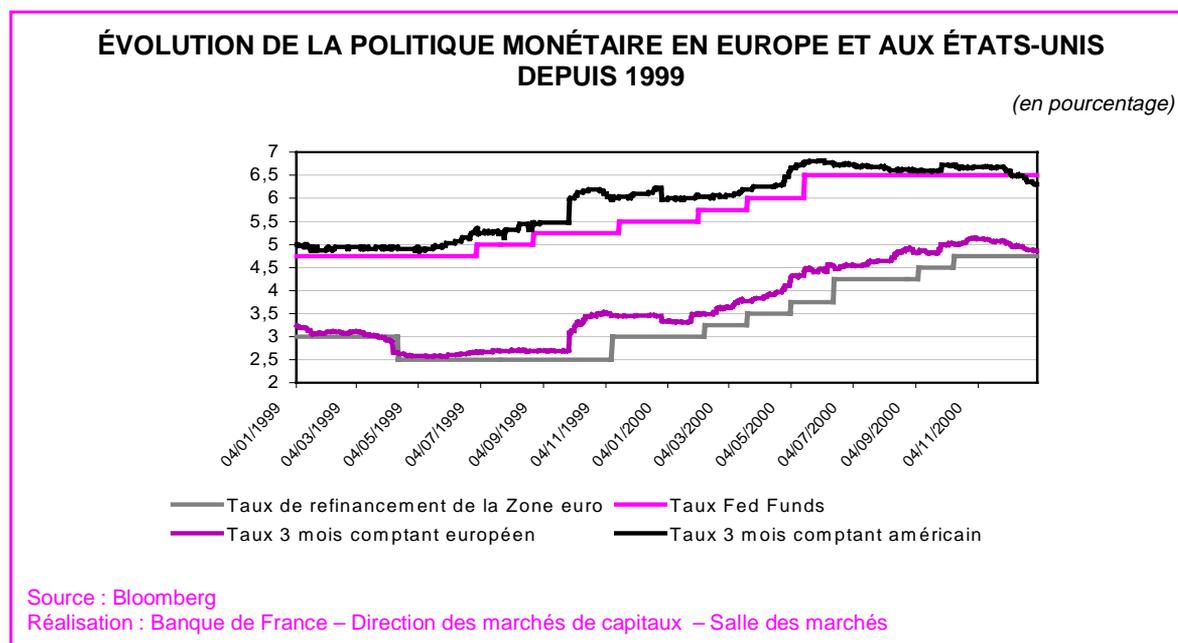
Les marchés de taux à court terme

Au cours de l'année 2000, la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale ont toutes deux poursuivi le mouvement de resserrement monétaire entamé à compter du deuxième semestre 1999.

Dans un contexte marqué par une activité soutenue et par une accélération progressive des indices de prix à la consommation imputable notamment à la montée des cours du pétrole, la Réserve fédérale a opéré trois ajustements à la hausse du taux des « *Fed funds* », au cours du premier semestre, soit un total de 100 points de base portant l'objectif des taux « *Fed funds* » à 6,50%. Durant la même période, la Banque centrale européenne relevait également son taux d'appel d'offres hebdomadaire à quatre reprises, soit une hausse totale de 125 points de base à 4,25%.

Aux États-Unis, les resserrements monétaires, conjugués à l'apparition de signes de ralentissement du rythme de la croissance ont provoqué dès le mois de septembre un aplatissement des courbes de taux courts comptants et anticipés. *A contrario*, en Europe, le maintien d'une activité soutenue et d'une hausse des prix supérieure à l'objectif de la Banque centrale européenne, alimentaient de nouvelles anticipations de resserrement, effectivement opérées aux mois d'août et octobre. Ces deux nouvelles hausses de 25 points de base chacune ont porté le taux d'appel d'offres hebdomadaire à 4,75% et provoqué, également, un aplatissement de la courbe des taux comptants et anticipés européens.

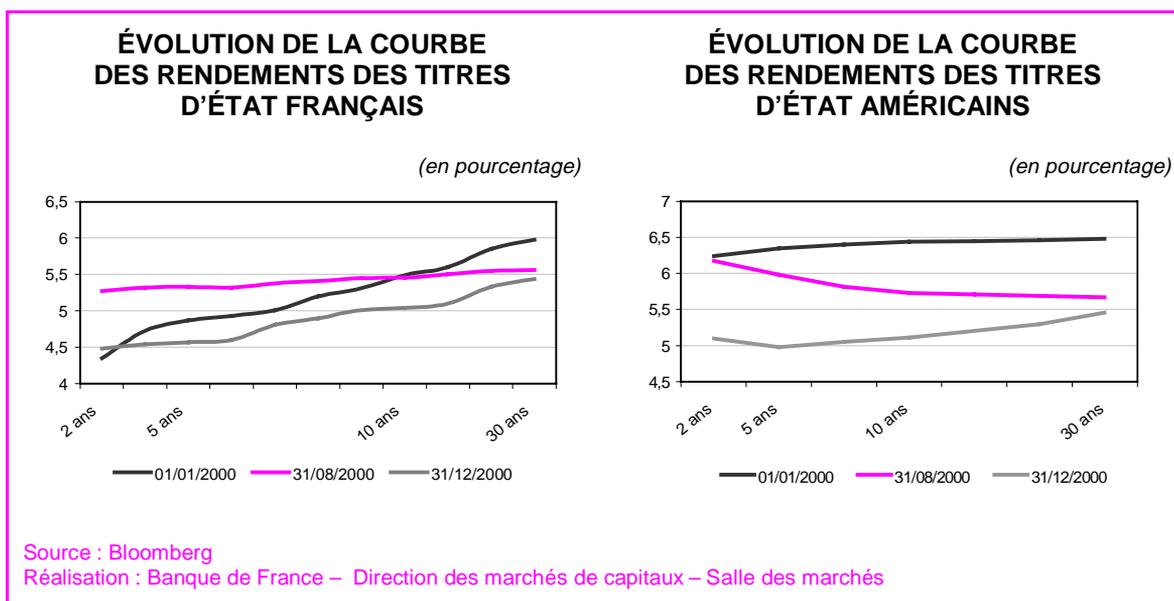
Enfin, au cours du dernier trimestre, face aux craintes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis et au passage d'un biais restrictif à un biais expansif de la politique monétaire américaine, la courbe des taux américains s'est significativement inversée, traduisant des anticipations d'une détente de l'objectif de taux « *Fed Funds* » dès le premier trimestre 2001. Par ailleurs, la crainte qu'un ralentissement marqué aux États-Unis soit de nature à affecter le rythme de croissance en Europe, a également entraîné une inversion des courbes de taux comptants et anticipés en Europe en fin d'année, une détente du principal taux de refinancement étant anticipée dès la fin du premier semestre 2001.



Les marchés obligataires

Contrairement à l'année 1999, au cours de laquelle les rendements obligataires européens et américains s'étaient inscrits en nette hausse — les titres d'État à dix ans se tendant respectivement de 160 et 180 points de base —, l'année 2000 a été marquée par une détente sensible des rendements à dix ans de part et d'autre de l'Atlantique.

Cette baisse des rendements à dix ans, de l'ordre de 50 points de base en Europe et 130 points de base aux États-Unis, s'est accompagnée temporairement, pour les titres d'État, d'un aplatissement des courbes obligataires en Europe et d'une inversion de la hiérarchie des taux aux États-Unis. À la fin de l'année, du fait de la détente relativement forte des taux court et moyen terme, les courbes de rendements ont néanmoins retrouvé dans un cas comme dans l'autre un profil ascendant.

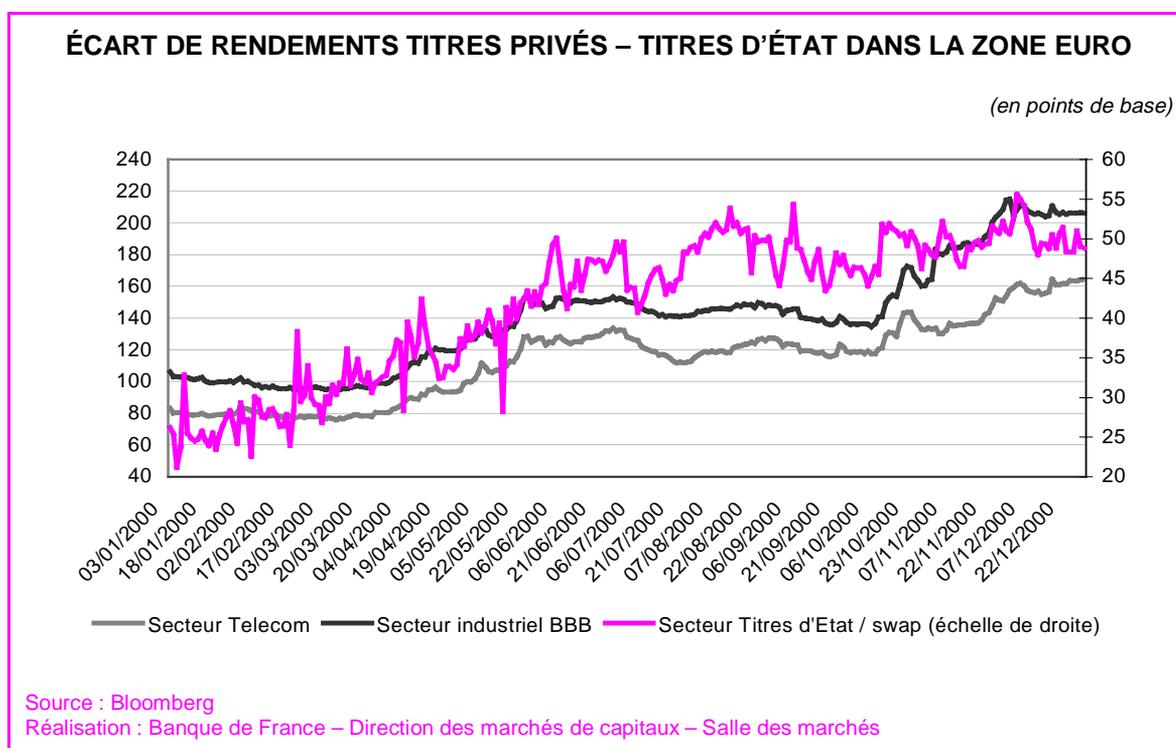


L'évolution sur l'année 2000 des marchés de taux de part et d'autre de l'Atlantique peut être décomposée en deux phases distinctes :

- au cours des huit premiers mois de l'année, la courbe des rendements s'est sensiblement aplatie en Europe et s'est inversée aux États-Unis. Dans la zone euro, ce mouvement s'explique à la fois par la hausse des taux courts résultant de la poursuite de la politique de resserrement monétaire opérée par la Banque centrale européenne, et par une stabilité des rendements sur le secteur long témoignant de la crédibilité de la politique monétaire menée dans un contexte de forte activité économique et de hausse des prix du pétrole. Aux États-Unis, les ressernements monétaires opérés par la Réserve fédérale au cours du premier semestre ont empêché la partie courte de la courbe de se détendre. Parallèlement, le programme de rachat de dette du Trésor américain soutenait les échéances longues, contribuant ainsi à l'inversion de la courbe des taux ;
- à compter du mois de septembre 2000, dans un contexte marqué par la multiplication des signes d'un ralentissement économique aux États-Unis, l'apparition d'anticipations d'un assouplissement monétaire outre-Atlantique et, dans une moindre mesure, en Europe, a entraîné une détente très significative des rendements courts ainsi qu'une baisse plus modérée des taux longs, la pente de la courbe américaine se retournant tandis que les courbes des rendements obligataires européens retrouvaient un profil légèrement ascendant.

L'effet rareté lié au programme de rachat de dette du Trésor américain, la réduction du différentiel de croissance entre les deux zones en faveur de l'Europe, les anticipations d'un assouplissement monétaire plus fort et plus rapide outre-Atlantique ont contribué à une nette diminution des écarts de rendement entre les titres d'État européens et américains. L'écart entre le rendement du titre américain dix ans et celui du titre d'État français est ainsi revenu de cent à quelque dix points de base d'une fin d'année à l'autre.

Le marché du crédit a, quant à lui, été marqué dès le début de l'année 2000, de part et d'autre de l'Atlantique, par un écartement progressif des courbes de taux de « swaps » et des rendements des titres privés par rapport à celles des taux des titres d'État (« spread »). Ce phénomène a d'abord tenu à l'anticipation d'une réduction à venir des émissions gouvernementales, liée à l'amélioration des finances publiques dans les deux zones (croissance économique soutenue, mise en vente de licences de téléphonie de troisième génération en Europe). De plus, à compter du second semestre, de fortes tensions sont apparues sur le marché du crédit, en raison de la conjonction des signes de ralentissement plus marqué aux États-Unis et de la correction boursière. Cette réappréciation du risque de crédit s'est traduite non seulement par la poursuite du renchérissement des titres d'État par rapport à la courbe des taux de « swaps », mais aussi et surtout par un net élargissement des écarts de rendement entre les titres d'État et obligations émises par le secteur privé et par les pays émergents. Les obligations émises par les entreprises du secteur des télécommunications ont particulièrement pâti des réallocations de portefeuilles en faveur des titres d'État, la perception de leur qualité de crédit se dégradant à mesure que leur endettement progressait (financement d'opérations de croissance externe, acquisition de licences UMTS) et que les conditions d'accès aux marchés boursiers devenaient plus difficiles. L'écart de rendement à dix ans entre les titres émis par des entreprises du secteur des télécommunications et les titres d'État français est ainsi passé de 80 points de base en début d'année à plus de 160 points de base en fin d'année.



1.3. La régulation financière internationale

L'implication du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises financières

La communauté financière internationale a poursuivi ses travaux sur les modalités d'implication du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises financières. Les principes définis par les Ministres des finances des pays du G7 lors du sommet de Cologne de juin 1999 ont été confirmés lors des réunions de Washington du 15 avril 2000, de Fukuoka du 8 juillet 2000 ainsi que du Comité monétaire et financier international (CMFI) de Prague,

le 24 septembre 2000. Entre autres, dans la perspective de la définition de principe et d'un cadre d'action, l'importance des principes suivants a été rappelée :

- il faut instaurer et maintenir des mécanismes favorisant un dialogue permanent entre les emprunteurs et leurs créanciers privés ;
- tous les programmes d'ajustement soutenus par le FMI doivent veiller à équilibrer les contributions respectives des créanciers publics et des créanciers privés dans le respect de la comparabilité de traitement ;
- l'assistance financière fournie par les institutions financières internationales (IFI) doit être liée aux efforts accomplis par les autorités des pays en crise en vue d'obtenir des créanciers privés une contribution financière satisfaisante. Les programmes du FMI doivent, par ailleurs, intégrer *ex ante* les conséquences à tirer d'une éventuelle mobilisation insuffisante ;
- dans des circonstances extrêmes, la suspension des paiements vis-à-vis des créanciers privés par le pays emprunteur peut se révéler inévitable.

Pour sa part, observant qu'un cadre d'action de la communauté financière internationale est nécessaire pour mieux prévenir et résoudre les situations de crise, le Système européen de banques centrales (SEBC) préconise d'organiser l'action de la communauté financière internationale selon les principes suivants :

- le rôle catalytique du FMI doit être préservé : à cet effet, il est important de respecter les limites d'accès strictes à ses ressources ;
- le secteur privé doit être impliqué dans tous les plans de sauvetage du FMI ;
- sous certaines conditions de dialogue avec les créanciers privés, la suspension temporaire concertée des paiements peut constituer une solution de dernier recours pour un pays en difficulté. Dans ce contexte, le FMI doit travailler à la clarification de sa politique de prêts aux pays en situation d'arriérés.

Les pays émergents

Une tendance à la baisse des apports nets de capitaux

Depuis 1996, le total des apports nets de capitaux (privés et publics) vers les économies émergentes⁴ suit une tendance à la baisse. D'après les chiffres prévus par le FMI, ce mouvement devait se poursuivre en 2000.

⁴ Il s'agit, au sens du FMI, des pays en développement ou en transition ainsi que de la Corée du Sud, Singapour, Taïwan, Hong Kong et Israël.

APPORTS NETS DE CAPITAUX AUX ÉCONOMIES ÉMERGENTES*(en milliards de dollars)*

	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
Transactions courantes	- 94,7	- 65,9	- 55,9	22,7	65,5
Financements extérieurs (nets)	226,7	167,9	121,5	80,4	56,3
Apports privés (nets)	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
<i>Investissements (nets)</i>	199,1	180,7	151,9	159,4	159,2
<i>Investissements directs (nets)</i>	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
<i>Portefeuille (nets)</i>	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
Autres apports (nets)	25,6	- 65,6	- 85,6	-91,9	- 122,8
Apports publics (nets)	2,0	52,7	55,3	13,0	19,9
Variation des réserves (2)	- 110,6	- 62,9	- 32,3	- 64,00	- 97,2
Ajustement	21,4	39,1	33,3	39,1	24,6

(1) Projections FMI.

(2) Un chiffre positif (resp. négatif) traduit une diminution (resp. augmentation) des réserves.

Source : Fonds monétaire international

Réalisation : Banque de France – Direction générale des relations internationales et européennes – SERMI

Cette évolution tient pour l'essentiel au reflux des apports nets de capitaux privés, qui sont passés de 224,7 milliards de dollars en 1996 à 67,4 milliards de dollars en 1999 et qui devaient s'établir à moins de 60 milliards en 2000. Ce repli masque cependant des tendances distinctes selon la nature des financements privés.

D'une part, après une légère inflexion entre 1996 et 1998, les apports d'investissements (nets) pris globalement apparaissent assez stables. Cette évolution est pour l'essentiel imprimée par les flux d'investissements directs. Ceux-ci n'ont en effet pas réagi négativement à la succession de crises débutée en 1997 et apparaissent même en progression sur l'ensemble de la période 1996-1999. Ils devraient toutefois connaître un recul de 12 milliards de dollars en 2000. En revanche, les flux nets d'investissements de portefeuille, s'ils ont repris depuis leur plus bas de 1998 où ils ont été quasiment nuls, restent à des niveaux faibles en comparaison des 79 milliards dont avaient bénéficié les économies émergentes en 1996. Cette timidité de la reprise des financements de marché s'inscrit dans un contexte marqué par la chute des marchés boursiers émergents de 30% en moyenne en 2000, reflétant leur sensibilité croissante à l'évolution des marchés boursiers des pays industrialisés. Elle traduit un accès limité des emprunteurs émergents aux marchés internationaux de capitaux ; au quatrième trimestre 2000, les émissions obligataires devaient ainsi connaître leur plus bas niveau depuis le premier trimestre 1995, au plus fort de la crise mexicaine. Les marchés émergents paraissent souffrir d'une aversion accrue des investisseurs pour le risque, concomitante à la volatilité des marchés financiers internationaux.

D'autre part, les autres apports privés, constitués pour l'essentiel de crédits bancaires, se caractérisent par des sorties croissantes de capitaux depuis 1997. Les remboursements continuent de l'emporter, notamment en Asie. Ce mouvement, qui devait se poursuivre en 2000, indique que la période de consolidation, engagée à la suite de la vague de crises débutée en 1997, perdure.

Une réallocation géographique qui semble se confirmer

En 2000, les flux nets de capitaux privés devaient continuer d'être concentrés en Amérique latine et de se désengager des pays d'Asie et du Proche-Orient.

Après un recul de 67,6 milliards de dollars en 1997 à 40 milliards en 1999, les apports nets de capitaux privés vers l'Amérique latine devaient reprendre en 2000. Cette évolution tranche avec celle rencontrée dans les pays asiatiques.

FINANCEMENTS EXTERNES DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES					
PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE					
<i>(en milliards de dollars, nets)</i>					
	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
Financements privés (nets)	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
Amérique latine	64,0	67,6	61,7	40,4	47,5
Europe en transition	19,3	6,2	28,4	13,4	16,0
Afrique	7,8	12,1	6,8	10,3	9,0
Proche-Orient et Europe	13,4	22,5	10,1	1,1	- 18,3
Asie/Pacifique	120,0	6,7	- 40,7	2,3	- 17,8
<i>Dont cinq économies asiatiques (2)</i>	<i>67,4</i>	<i>- 15,6</i>	<i>- 28,2</i>	<i>2,9</i>	<i>- 22,4</i>
Financements publics (nets)	2,0	52,7	55,3	13,0	19,9
Amérique latine	5,3	15,5	16,0	10,6	19,5
Europe en transition	4,6	26,2	6,5	- 0,2	- 0,5
Afrique	3,2	2,1	6,0	3,8	0,9
Proche-Orient et Europe	2,7	1,5	8,5	5,6	3,1
Asie/Pacifique	- 13,7	7,4	18,4	- 6,8	- 3,1
<i>Dont cinq économies asiatiques (2)</i>	<i>- 6,1</i>	<i>15,7</i>	<i>19,5</i>	<i>- 6,7</i>	<i>5,0</i>

(1) Projections FMI.
(2) Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Philippines et Thaïlande.
Source : Fonds monétaire international
Réalisation : Banque de France – Direction des relations internationales et européennes – SERMI

Ceux-ci ont en effet vu s'effondrer le montant net des apports privés entre 1996 et 1998. Cette désaffection des créanciers privés est évidemment plus particulièrement marquée à l'endroit des cinq économies qui ont été frappées par la série de crises financières de 1997-1998. Le regain d'intérêt des créanciers privés en 1999, qui s'est traduit par des entrées nettes de capitaux pour un peu plus de 2 milliards de dollars, ne devrait pas se confirmer en 2000 et, rétrospectivement, apparaître comme une simple rémission.

Les pays du Proche-Orient devraient voir, pour leur part, se poursuivre la tendance à la baisse des apports de capitaux engagée en 1997 et subir des sorties nettes pour 18 milliards de dollars en 2000.

La résolution des crises financières

Argentine

La dépendance croissante de l'Argentine vis-à-vis des capitaux étrangers et l'alourdissement du service de la dette par des intérêts en progression constante ont provoqué la méfiance des marchés, déjà éveillée par les faibles performances économiques (recul du PIB de 3,1% en 1999, croissance quasiment nulle attendue pour 2000) et la difficulté des autorités à contrôler les dépenses publiques. Le déficit budgétaire a, en effet, été de 4,1% du PIB en 1999 et

devrait se situer autour de 3,5% en 2000. Ce sentiment de méfiance s'est traduit par une dégradation de l'évaluation du risque pays et des difficultés à émettre sur le marché obligataire en dollars fin 2000.

En novembre 2000, l'augmentation alarmante des écarts des taux d'intérêt avec ceux des titres de la dette publique américaine — jusqu'à 1 000 points de base — a conduit le Président de la Rua à faire appel à la communauté financière internationale et au Fonds monétaire international, pour assurer les besoins de financement argentins. Un plan d'aide financière de près de 40 milliards de dollars, couvrant la période 2001-mi 2002, a été adopté en décembre 2000. Il comporte les principaux éléments suivants : 18,7 milliards de dollars de financements multilatéraux (13,7 milliards du FMI, dont 11 milliards au titre de l'accord de confirmation *stricto sensu* et 2,7 milliards au titre d'une facilité supplémentaire de réserve, 2,5 milliards de la Banque mondiale et 2,5 milliards de la Banque interaméricaine de développement), 1 milliard de financement bilatéral consenti par l'Espagne et 20 milliards correspondant à des engagements de la part du secteur privé interne. Ce programme a permis une certaine restauration de la confiance des investisseurs et, partant, une diminution des taux sur la dette. La baisse des taux américains a également contribué à un climat plus favorable à la confiance des investisseurs.

Le programme d'ajustement négocié avec le FMI a essentiellement porté sur la diminution des transferts du Gouvernement central vers les États fédérés, la réforme du système de sécurité sociale, la réforme du système de collecte fiscale et les réformes structurelles à engager ou à accélérer pour renforcer la compétitivité globale de l'économie (baisse des tarifs au sein du Mercosur, dérégulation du secteur des télécommunications).

Le Parlement argentin, enfin, a approuvé, en mai 2001, une modification à la loi de convertibilité autorisant, tout en maintenant le principe d'une caisse d'émission, le passage à un système d'arrimage à un panier de monnaies (euro et dollar).

Turquie

Fin novembre 2000, les problèmes de liquidité rencontrés par certaines banques nationales de taille moyenne et l'inquiétude grandissante des investisseurs concernant l'exposition à court terme du système bancaire au risque de change ont provoqué des sorties massives de capitaux étrangers et une très forte augmentation des taux au jour le jour. Les injections de liquidités par la Banque centrale ont renforcé les inquiétudes quant à la soutenabilité du régime de change, accélérant encore la fuite des capitaux. En quelques semaines, les réserves de change ont diminué de 7 milliards de dollars pour s'établir à 22,8 milliards de dollars, soit environ quatre mois d'importations, jusqu'à l'octroi par le Fonds monétaire international, le 22 décembre 2000, d'une facilité supplémentaire de réserve de 7,5 milliards de dollars, s'ajoutant à l'accord en place depuis décembre 1999 portant sur 3,8 milliards de dollars. Les flux de capitaux sont redevenus positifs début 2001 et la prime de risque sur les obligations souveraines turques est retombée à un niveau proche de celui d'avant la crise.

Le secteur privé a apporté son soutien à un renforcement du programme économique turc, notamment sous la forme du renouvellement des lignes de crédit de la part des banques étrangères, qui s'est déroulé jusqu'à présent dans des conditions satisfaisantes. La garantie donnée par les autorités turques sur les prêts et les dépôts étrangers a contribué à rassurer les investisseurs.

Dans le sillage de la crise, les autorités turques ont accepté de renforcer les mesures prévues dans le programme du FMI et, en particulier, d'accélérer la restructuration du secteur bancaire et les privatisations, notamment celles de Turk Telecom et Turkish Airlines.

À la suite d'une crise politique, relayée par une crise monétaire, la Turquie a abandonné, le 22 février 2001, le système de taux de change fixe mis en place un an plus tôt, au profit du flottement. La livre turque a aussitôt perdu plus de 30% de sa valeur contre dollar.

Fiche thématique

n° 1.a.

LE FMI PEUT-IL JOUER LE RÔLE D'UN PRÊTEUR INTERNATIONAL DE DERNIER RESSORT ?

Depuis la crise mexicaine de 1994-1995, les interventions publiques dans le financement international ont été un facteur de risque moral. Elles ont encouragé des prises de risque excessives et empêché les prix de marché de jouer leur rôle normal d'indicateurs du niveau de risque. Alors qu'il y a un quasi-consensus sur ce constat, les propositions de réforme du système financier international en vue de minimiser le risque moral tout en limitant le coût des crises sont beaucoup plus discutées. L'institution d'un prêteur international en dernier ressort (PIDR) est l'une de ces propositions de réforme.

1. Pourquoi un prêteur international de dernier ressort ?

1.1. Pourquoi un PIDR ?

Au plan national, l'intervention éventuelle d'un prêteur en dernier ressort est réputée justifiée en cas d'asymétries d'information et de défaillance génératrice de risque systémique.

Au plan international, ces deux cas trouvent leurs pendant approximatifs dans les attaques spéculatives et la contagion.

Les attaques spéculatives contre une monnaie peuvent survenir en cas de « *bank run* » rendu possible par une absence de correspondance entre les actifs et les passifs bancaires, qu'il s'agisse des monnaies de libellé et/ou des échéances ou en raison d'équilibres multiples générateurs de crises autoréalisatrices.

La contagion qui conduit à la notion de « victimes innocentes » est une raison parfois avancée pour justifier l'existence d'un PIDR. Des effets de débordement pourraient exposer une monnaie à une attaque spéculative qui ne se serait autrement peut-être pas produite. Ces effets peuvent être liés au commerce international ou à d'autres canaux de transmission — le marché interbancaire international par exemple (cas de contagion des crises asiatiques à l'Amérique latine).

1.2. Quel PIDR ?

Les modalités contemporaines du prêteur en dernier ressort au niveau national visent à répondre aux critères de Bagehot¹ tout en contenant le risque moral et celui de transformation d'un apport de liquidité en apport de capital.

Elle peuvent prendre deux formes : prêt au marché dans son ensemble et prêt à des institutions individuelles. Par analogie, sur le plan international, le FMI interviendrait par des prêts aux États membres, lors d'attaques spéculatives sur les monnaies de ces derniers, et par des prêts au marché en cas de contagion. Dans les faits, toutefois, ni le prêt au marché, ni le prêt aux institutions individuelles ne sont aisément transposables au niveau international.

Le prêt au marché ne peut, en effet, avoir d'équivalent au niveau international sans mettre en péril les politiques monétaires et de change des principaux pays créanciers du FMI. Il conduirait le FMI à émettre des liquidités internationales (droits de tirage spéciaux) échangeables contre les principales monnaies de réserve. Il en résulterait un risque de perte de contrôle de leur base monétaire par les banques centrales émettrices de ces monnaies.

Le prêt aux institutions individuelles pourrait certes être transposé au plan international en substituant « État » à « institution ». Le FMI serait toutefois privé, dans ce cas, des deux meilleures protections dont dispose le prêteur en dernier ressort au niveau national : l'« ambiguïté constructive » et l'action d'un superviseur-contrôleur indépendant.

En fait, les analyses qui tentent de transposer la notion de prêteur en dernier ressort au plan international ne sont pas convaincantes, car elles ne traitent pas la question du risque moral de façon satisfaisante. Il convient donc de se tourner vers les deux autres voies de renforcement du système financier international susceptibles d'infléchir le comportement des acteurs de marché afin de réduire la vulnérabilité de l'environnement international aux crises systémiques : l'implication du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises et la réforme du fonctionnement du FMI.

2. L'implication du secteur privé (pour une présentation plus détaillée, cf. fiche consacrée à l'implication du secteur privé)

Elle est justifiée par deux facteurs :

- le développement des flux de capitaux transfrontières de nature privée,
- le caractère limité des ressources du FMI.

L'implication du secteur privé vise, en cas de crise, à substituer ce dernier, pour partie du moins, au FMI ou aux autres institutions financières internationales. Les ressources de ces

¹ Selon Bagehot, le prêteur en dernier ressort devrait prêter :

- à court terme et contre des garanties de bonne qualité, afin d'éviter qu'un apport de liquidité ne se transforme en apport de capital ;
- à taux de pénalité, par rapport à celui prévalant avant la crise, afin de limiter le risque moral ;
- à toute entité solvable, afin de prévenir une discrimination, et donc potentiellement pour un montant global très élevé (Bagehot utilise l'expression « *to lend freely* ») ;
- selon des principes énoncés à l'avance, afin de réduire l'incertitude quant à une intervention du PIDR et d'effectuer celle-ci promptement.

institutions peuvent être, en effet, insuffisantes pour endiguer une crise financière systémique internationale et/ou leur utilisation source de risque moral.

S'agissant des modalités d'implication du secteur privé, on peut distinguer celles qui favorisent la prévention des crises, notamment par la mise en place d'incitations à une meilleure maîtrise des risques, et celles qui facilitent leur résolution.

L'introduction de clauses d'action collective dans les contrats obligataires des émetteurs souverains recommandée par le rapport REY dès 1996, l'émission de dette contingente, l'introduction d'options de renouvellement (« *call options* ») dans les instruments de dette libellés en devises, les lignes précautionnelles privées contractées par le Mexique et l'Argentine, ces instruments allient à des degrés variables les deux attributs évoqués : ils contribuent à renforcer la prévention des crises et constituent également des moyens de résolution des crises.

Les autres modalités d'implication du secteur privé qui ont été proposées visent généralement à faciliter la résolution des crises. Parmi elles, il importe d'évoquer la suspension temporaire du paiement du service de la dette extérieure (*standstill*) à laquelle l'Équateur a recouru en réponse à une crise des paiements extérieurs. En acceptant néanmoins de négocier un programme d'ajustement avec l'Équateur, le FMI a implicitement accepté/avalisé la suspension des paiements vis-à-vis des détenteurs d'obligations (*Brady bonds*, *Eurobonds*).

Le FMI a étendu, en septembre 1998, sa politique de « prêt en situation d'arriérés » (« *lending into arrears* ») aux cas d'arriérés sur les obligations souveraines et d'arriérés du secteur privé vis-à-vis des créanciers étrangers résultant de mesures de contrôle des changes. En assouplissant ainsi sa politique de prêt, le FMI a *de facto* reconnu la légitimité de la mise en place, dans certaines circonstances, de contrôles temporaires des changes.

3. La réforme du FMI

Elle a fait l'objet de propositions et a été effectivement engagée sous deux aspects :

- la surveillance et la conditionnalité du FMI,
- les interventions financières du FMI.

L'activité de surveillance du FMI s'est récemment élargie à l'identification des vulnérabilités des systèmes financiers des États membres. À cet effet, le FMI a lancé au printemps 1999, en coopération avec la Banque mondiale, le « *Financial sector assessment program* » (FSAP).

L'évaluation du respect des codes et normes internationaux constitue le second volet du renforcement de l'activité de surveillance du FMI. Les ROSC, « *Reports on observance of standards and codes* », donnent au FMI la possibilité de juger du degré de mise en œuvre des codes et normes reconnus au plan international. Parmi eux, certains ont été considérés comme prioritaires. Il s'agit notamment des codes de transparence des politiques monétaire et financière, de transparence de la politique budgétaire, des « principes pour une surveillance bancaire efficace » et de la norme spéciale de diffusion des données.

En ce qui concerne les interventions financières du FMI, leur montant particulièrement élevé dans les cas récents de crise (crise asiatique de 1997-1998, mais également crises argentines et turques) a pu conforter la perception par les acteurs de marché que le FMI pouvait tenir lieu de PIDR. Un retour strict aux limites d'accès traditionnelles — 100% de la quote-part par an, 300% en termes cumulés — pourrait contribuer à lever toute ambiguïté sur ce point.

Le FMI a récemment procédé à une révision des conditions de ses interventions financières, susceptible de limiter l'usage de ses ressources dans le temps aussi bien qu'en montant par :

- l'adoption du principe de présomption de remboursement de ses prêts suivant un échéancier plus court qu'auparavant ;
- l'application d'une pénalisation, sous forme de surcharge d'intérêt, lorsque l'utilisation des ressources dépasse certains seuils définis en termes de pourcentage de la quote-part.

Gérard KREMER – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

Éléments de bibliographie

Aglietta M., de Boissieu C. (1999), « *Le prêteur international en dernier ressort* », dans Architecture financière internationale, Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française.

Bagehot (1873), *Lombard Street : A Description of the Money Market*, Londres, H.S. King.

Fischer S. (1999) « *On the need for an international lender of last resort* », *Journal of economic perspectives*, 13(4), automne, p. 85-104.

Kremer G., Pfister C. (2000), « *Y a-t-il place pour un prêteur international en dernier ressort ?* », Bulletin de la Banque de France, 78, juin, p. 53-66.

Kremer G., Pfister C. (2001), « *Quelles alternatives à un prêteur international en dernier ressort ?* », Revue économique, 52 (2), mars p. 431-445.

Pfister C. (2000), « *Relations entre politique monétaire unique et politiques prudentielles* », Revue économique, 51 (3), mai, p. 683-693.

Fiche thématique

n° 1.b.

CRISES FINANCIÈRES INTERNATIONALES, IMPLICATION DU SECTEUR PRIVÉ ET ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

La nécessité d'impliquer le secteur privé dans la prévention et la résolution des crises financières internationales résulte de facteurs liés tant au fonctionnement qu'à l'architecture du système financier international.

La place centrale du secteur privé dans les mouvements internationaux de capitaux et les crises de liquidité constitue l'une des caractéristiques majeures du fonctionnement actuel du système financier international. Par contraste avec la situation des années quatre-vingt, les capitaux privés apparaissent désormais comme la principale source de financement des économies émergentes, marquée par un accroissement des financements sous formes de titres ainsi qu'à court terme. Si elle est favorable, cette évolution est également porteuse de risques. Elle accroît la vulnérabilité des économies émergentes du fait d'une plus grande volatilité des mouvements de capitaux, d'une probabilité plus forte de sorties massives de capitaux en cas de crise (avec des effets de contagion) et d'une coordination insuffisante tant entre catégories de créanciers qu'entre créanciers et débiteurs. En outre, l'ampleur des crises financières récentes — notamment celles observées en Asie, en Russie et en Amérique latine — a mis en évidence la nécessité d'impliquer les investisseurs privés tant dans la prévention que dans la résolution des crises financières affectant les pays dans lesquels ils sont engagés.

Par ailleurs, l'implication du secteur privé est étroitement liée à un autre volet de la réforme du système, à savoir le rôle du Fonds monétaire international (FMI). Les risques attachés à un recours massif aux financements des institutions financières internationales (IFI) — même dans des circonstances exceptionnelles — rendent ceux-ci généralement inopportuns, voire potentiellement contre-productifs. En effet, un important déséquilibre entre les financements publics et le soutien des créanciers privés est source d'aléa moral, favorisant chez les investisseurs un comportement d'irresponsabilité, dans la mesure où ils acquièrent la conviction que des deniers publics seront toujours, *in fine*, consacrés à les renflouer quelles que soient les erreurs d'analyse qu'ils auront commises. La détermination de limites crédibles à l'accès aux ressources des IFI est donc une condition essentielle à la responsabilisation du secteur privé.

MÉCANISMES D'IMPLICATION DU SECTEUR PRIVÉ					
	Nature	Coûts	Charge des coûts/risques	Acteurs responsables	Réalisations
Solutions favorisant la coopération entre créanciers ou entre créanciers et emprunteurs	Lignes de crédit précautionnelles du secteur privé (LCPP)	Coûts additionnels inférieurs à ceux qui prévaudraient en période de crise	Sur le secteur public	Emprunteurs	Argentine, Indonésie et Mexique
	Options de renouvellement dans les contrats de dettes	Coûts additionnels inférieurs à ceux qui prévaudraient en période de crise	Sur le secteur privé	Emprunteurs	
	Dialogue renforcé emprunteurs, créanciers et IFI			Emprunteurs, créanciers et FMI	Mexique, Argentine FM : <i>Capital advisory group</i> (staff investisseurs)
Solutions favorisant une sortie de crise ordonnée	Clauses d'action collective dans les émissions obligataires	Coûts inférieurs à ceux qui prévaudraient en période de crise	Coût majoré pour les souverains mal notés, mais réduction des « <i>spreads</i> » pour les bonnes signatures	Emprunteurs (dans le cadre de négociations sur la restructuration de la dette) et créanciers	Corée du Sud et Brésil
	« <i>Roll-over</i> » de la dette à court terme		Sur l'emprunteur (emprunteurs du secteur privé domestique)	Emprunteurs et créanciers	
	Réserves obligatoires de liquidité en devises constituées par le secteur privé	Coûts supérieurs pour les emprunteurs à ceux qui prévaudraient normalement	Sur le secteur privé domestique	Autorités monétaires ou prudentielles du pays emprunteur	
Solutions moins coopératives	Aménagement de l'article VIII2b des statuts du FMI Suspension temporaire des paiements Contrôles des capitaux/des changes Moratoire	Risque (temporaire) de perte d'accès aux marchés financiers internationaux Toutefois, certaines mesures sont susceptibles de limiter l'ampleur des pertes des créanciers si elles ouvrent sur une négociation de restructuration	Potentiellement sur tous les créanciers	Autorités du pays emprunteur	Évolution de la politique du FMI de prêts aux pays en situation d'arriérés
Source et réalisation : Banque de France – Direction des relations internationales et européennes – SERMI					

Pierre-François WEBER – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

Fiche thématique

n° 1.c.

INVESTISSEMENTS DIRECTS, FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES DANS LE MONDE

Les fusions et acquisitions transfrontalières ont fortement progressé depuis 1995, alimentant les flux d'investissements directs dans le monde¹.

Les pays de la zone euro ont largement contribué à cette évolution en multipliant les acquisitions d'entreprises extérieures à la zone, mais aussi en accueillant des montants toujours plus importants d'investissements étrangers. En 1999, les pays de la zone euro sont à l'origine de plus de 40% des flux d'investissements directs à l'étranger et accueillent près de 24% des investissements directs mondiaux (flux intrazone inclus).

Les perspectives pour 2001 pourraient toutefois conduire à un ralentissement de ce mouvement, en phase avec l'évolution de la croissance économique mondiale.

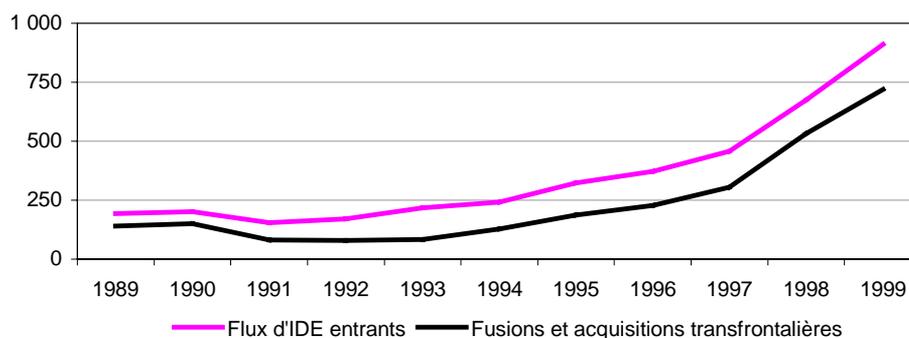
1. Les investissements directs ont fortement progressé ces dernières années, alimentés par la multiplication des fusions et acquisitions transfrontalières

À partir des données fournies par les banques centrales ou les offices statistiques nationaux, le FMI publie deux statistiques sur les investissements directs dans le monde. La première se réfère aux investissements directs entrant dans les pays dans lesquels ils sont recensés. La seconde est la somme des investissements directs sortant des pays où ils sont enregistrés. En théorie, les deux chiffres devraient correspondre ; en pratique cependant, du fait d'omissions lors du recensement de certaines opérations, les montants des investissements entrants, qui sont repris dans cette fiche, sont un peu supérieurs (de l'ordre de 7,6% en 1999) à ceux des flux sortants.

¹ Ces derniers sont définis, pour un pays donné, comme l'ensemble des flux financiers entre une entreprise résidente et une entreprise non résidente, dès lors que l'une d'elle détient au moins 10% du capital de l'autre.

GRAPHIQUE 1 : INVESTISSEMENTS DIRECTS ET FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES

(en milliards de dollars)



Source : FMI pour les flux d'IDE et CNUCED / Thomson financial securities data company pour les données sur les fusions et acquisitions

Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SIPEX

1.1. L'explosion des investissements directs internationaux

Les flux entrants d'investissements directs à l'étranger dans le monde ont atteint 911,2 milliards de dollars en 1999 et dépassent probablement 1 000 milliards de dollars en 2000². En rythme annuel, ils progressent d'environ 35% en 1999, après une augmentation record de 47% en 1998. En dix ans, les investissements directs internationaux ont quasiment quadruplé.

Cette progression est l'une des conséquences de la libéralisation des mouvements de capitaux et des politiques favorables à l'investissement direct menées dans plusieurs pays. Sur les 140 modifications réglementaires concernant les investissements directs recensées par la CNUCED en 1999³, 131 avaient pour objet d'assouplir les conditions d'entrée des investissements étrangers. Les États ont multiplié ces dernières années les accords bilatéraux sur les investissements (1 856 accords en vigueur à fin 1999) en même temps que se développaient les accords de libre-échange ou de coopération.

Ce contexte d'ouverture et de libéralisation a encouragé les entreprises à s'internationaliser afin d'optimiser la répartition de leurs activités. En s'implantant à l'étranger, les entreprises espèrent réduire leurs coûts de production, gagner de nouvelles parts de marché ou encore acquérir de nouveaux savoirs ou savoir-faire. On observe ainsi une forte augmentation du nombre de firmes multinationales, qui passe de 7 000 environ à la fin des années 1960 à plus de 60 000 aujourd'hui⁴.

Les flux d'investissements directs restent toutefois concentrés sur un nombre restreint de pays. Sièges de la plupart des entreprises multinationales, les pays industrialisés sont à l'origine de 94% des investissements directs à l'étranger et accueillent 76% des investissements directs mondiaux en 1999. Ce poids des pays industrialisés dans les flux d'investissements directs se retrouve d'ailleurs au niveau des fusions et acquisitions transfrontalières, qui sont devenues ces dernières années le principal moteur de l'investissement direct dans le monde.

² FMI, *Balance of payments statistics yearbook, 2000*.

³ CNUCED, *World investment report, 2000*.

⁴ Ces chiffres, fournis par la CNUCED, se réfèrent à une définition assez large des firmes multinationales, incluant toutes les entreprises détenant au moins 10% du capital d'une entreprise dans un autre pays.

1.2. L'essor des fusions et acquisitions transfrontalières

On distingue traditionnellement deux formes d'investissement direct en capital social⁵ : l'investissement dit « *greenfield* » (création d'entreprise ou construction d'usine en dehors de toute structure existante) et la prise de participation ou de contrôle par acquisition d'au moins 10% du capital d'une entreprise déjà implantée. Les fusions et acquisitions transfrontalières relèvent de la deuxième catégorie.

S'il est délicat de rapprocher les montants des fusions et acquisitions transfrontalières des flux d'investissements directs cités précédemment du fait de différences méthodologiques significatives (voir encadré), il est cependant indéniable que les fusions et acquisitions transfrontalières ont largement contribué à l'augmentation des flux d'investissements directs dans le monde depuis 1995.

Les fusions et acquisitions transfrontalières se sont en effet multipliées ces dernières années, passant de 4 247 opérations réalisées en 1995 à 6 233 en 1999. Surtout leur montant s'est fortement accru pour atteindre 7 201 milliards de dollars en 1999, ce qui représente près de 80% des flux d'investissements directs dans le monde. Cette progression est due notamment à l'augmentation du montant moyen des opérations réalisées qui passe, sur la même période, de 44 à 115,5 millions de dollars. On dénombre ainsi 109 opérations supérieures à 1 milliard de dollars en 1999, et cette tendance s'est semble-t-il poursuivie en 2000.

C'est dans le secteur des télécommunications qu'on recense les opérations les plus importantes. Parmi les principales opérations de 1999, on note l'acquisition d'*AirTouch* (États-Unis) par *Vodafone* (Grande-Bretagne) pour environ 60,3 milliards de dollars, celle d'*Orange* (Grande-Bretagne) par *Mannesmann* (Allemagne) pour 32,6 milliards et de *One 2 One* (Grande-Bretagne) par *Deutsche Telekom* (Allemagne) pour 13,6 milliards. Ces opérations sont classées par la CNUCED parmi les cinq plus grosses opérations de fusions et acquisitions transfrontalières réalisées en 1999 (respectivement aux premier, troisième et cinquième rangs).

D'importantes opérations ont aussi été réalisées au premier semestre 2000, comme le rachat de *Mannesmann* (Allemagne) par *Vodafone* (Grande-Bretagne) pour près de 180 milliards de dollars, celui d'*Orange* (Grande-Bretagne) par *France Télécom* pour environ 35 milliards ou encore celui de *Lycos* (États-Unis) par *Terra Networks* (Espagne) pour 12,5 milliards. S'ajoutent, en juillet, l'offre de *Deutsche Telekom* sur *Voicestream* (États-Unis) pour plus de 50 milliards de dollars et celle de *Vodafone* (Grande-Bretagne) sur *Airtel* (Espagne) pour environ 14 milliards⁶.

⁵ Les flux d'investissement directs regroupent trois types d'opérations : les opérations en capital social, les bénéfices réinvestis et les prêts et placements entre affiliés. Les opérations en capital social sont généralement considérées comme la plus stable de ces composantes.

⁶ Source : Presse économique et financière.

Principales différences entre statistiques d'investissements directs et chiffres de fusions et d'acquisitions transfrontalières	
<i>Statistiques de fusions et acquisitions transfrontalières (1)</i>	<i>Statistiques d'investissements directs (2)</i>
<i>Toute opération de rachat d'une entreprise par une autre entreprise située dans un autre pays.</i>	<i>Tous les flux financiers entre une entreprise résidente et une entreprise non résidente dès lors qu'une des deux entreprises détient au moins 10% du capital de l'autre.</i>
<i>L'acquisition peut s'effectuer directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une filiale située à l'étranger par exemple.</i>	<i>Seuls les flux entre résidents et non-résidents sont généralement recensés. En cas d'acquisition d'une entreprise résidente par un non-résident via une filiale résidente, aucun flux ne sera enregistré en balance des paiements. Idem en cas de rachat d'une entreprise résidente par un non-résident auprès d'un autre non-résident.</i>
<i>Opérations en capital uniquement.</i>	<i>Opérations en capital, opérations de prêts et placements entre affiliés et bénéficiaires réinvestis.</i>
<i>Chiffres bruts, sans déduction des désinvestissements.</i>	<i>Les chiffres les plus fréquemment commentés sont nets, après déduction des désinvestissements.</i>
<i>Opérations souvent comptabilisées dès leur annonce.</i>	<i>Opérations enregistrées lors de leur réalisation.</i>
<small>(1) Source : Communiqués de presse des entreprises concernées, publications d'entreprises privées, banques ou cabinets de conseil principalement (informations agrégées), CNUCED, offices statistiques nationaux...</small>	
<small>(2) Source : Déclarations des entreprises, Banques centrales ou offices statistiques nationaux (informations agrégées), FMI, OCDE, Eurostat, CNUCED...</small>	

2. Parmi les grands pays industrialisés, les pays de la zone euro ont été particulièrement actifs en 2000

2.1. Les fusions et acquisitions des entreprises de la zone euro à l'étranger ont doublé en 2000, tandis que les fusions et acquisitions étrangères dans la zone étaient quasiment multipliées par huit

Les entreprises de la zone euro ont multiplié en 1999 et 2000 les opérations de fusions et acquisitions à l'étranger, aux États-Unis et au Royaume-Uni notamment. La forte croissance américaine, la reprise économique en Europe et le dynamisme des marchés boursiers jusqu'au début de l'année 2000 ont sans doute encouragé les entreprises européennes à se lancer dans des opérations de croissance externe, souvent financées par échanges de titres. La hausse des cours boursiers, en facilitant les augmentations de capital, a ainsi permis la réalisation de plusieurs opérations importantes, dans un contexte de hausse des taux à long terme comme en 1999, qui renchérit l'endettement par rapport à une émission d'actions.

On note ainsi une forte augmentation du montant des opérations réalisées par des entreprises de la zone euro à l'étranger de la zone, qui atteint 312,9 milliards d'euros en 2000,

contre 155 milliards en 1999⁷. Ceci est vrai en sens inverse et les entreprises européennes ont aussi fait l'objet d'acquisitions de la part d'entreprises extérieures à la zone euro pour 295,3 milliards d'euros en 2000, contre 37,8 milliards en 1999. L'offre publique d'échange réussie de *Vodafone* sur *Mannesmann* d'un montant voisin de 180 milliards d'euros explique toutefois une grande part de cette progression.

2.2. Cette évolution se retrouve dans les chiffres d'investissements directs enregistrés dans la balance des paiements de la zone euro

Les flux d'investissements directs recensés dans la balance des paiements de la zone euro reflètent parfaitement ces évolutions. Les investissements directs à l'étranger de la zone euro s'élèvent à 335,8 milliards d'euros en 2000, contre 314,3 milliards pour les investissements directs étrangers dans la zone.

Ces chiffres, comme ceux des fusions et acquisitions entre des entreprises de la zone et des entreprises à l'extérieur de la zone, sous-estiment cependant le poids des pays de la zone euro dans les flux d'investissements directs mondiaux, car ils ne tiennent pas compte des opérations entre les pays de la zone. Si l'on se réfère aux chiffres publiés par le FMI pour tous les pays de la zone euro, incluant les investissements intrazone, les pays de l'union monétaire européenne sont à l'origine de plus de 40% des flux d'investissements directs à l'étranger dans le monde et attirent près de 23% des investissements mondiaux.

Les flux d'investissements directs de la zone euro vers les États-Unis sont particulièrement nourris en 2000. D'après les chiffres publiés dans la balance des paiements américaine⁸, ils atteindraient 121 milliards de dollars en 2000, soit un montant légèrement supérieur à celui enregistré en 1999. Cette évolution a d'ailleurs souvent été avancée comme un des facteurs explicatifs de la faiblesse de l'euro en 2000.

3. Les perspectives pour 2001 suggèrent un ralentissement du mouvement observé en 1999 et 2000

Après les records enregistrés en 1999 et en 2000, tant au niveau des flux mondiaux d'investissements directs que des fusions et acquisitions transfrontalières, l'année 2001 pourrait révéler un ralentissement de la tendance observée ces dernières années.

Computasoft research a ainsi calculé une diminution de 33% des fusions et acquisitions transfrontalières annoncées au quatrième trimestre 2000 par rapport aux deux premiers trimestres de l'année, qui laisse anticiper une réduction des montants réalisés début 2001⁹. Les analystes s'attendent notamment à une diminution du rythme des fusions et acquisitions dans le secteur des télécommunications. Les grands opérateurs européens, qui ont payé un prix élevé pour l'achat de licences UMTS ou lors de précédentes opérations de croissance externe, se retrouvent en effet aujourd'hui avec un niveau d'endettement peu propice à de nouvelles acquisitions.

Plusieurs autres éléments pourraient venir ralentir la vague des fusions et acquisitions. Le ralentissement de l'activité aux États-Unis et en Europe, ainsi que la baisse des cours boursiers,

⁷ Goldman Sachs/Thomson financial securities data company, *BoP Anecdotal*, 19 février 2001.

⁸ <http://www.bea.doc.gov>

⁹ KPMG Corporate finance/Computasoft research, *Europe's corporate invasion of North America at all time high*, 15 janvier 2001.

pourraient tempérer l'enthousiasme de certains. Si l'on retient l'idée d'une corrélation entre l'évolution des investissements directs mondiaux et le cycle de la production industrielle mondiale¹⁰, la moindre croissance dans les grands pays industrialisés pourrait entraîner une stabilisation voire un recul des flux d'investissements directs dans le monde.

Par ailleurs, les difficultés rencontrées par certaines entreprises à l'issue de leur fusion (DaimlerChrysler par exemple) pourraient inciter les candidats à de nouvelles opérations à la prudence, d'autant que les autorités de la concurrence tant américaines qu'européennes se montrent de plus en plus vigilantes au fur et à mesure que le nombre d'acteurs sur un marché donné se réduit.

Il reste toutefois des opportunités de restructuration et de regroupement. La poursuite du mouvement de privatisation et de libéralisation de certains secteurs en Europe (électricité, services postaux,...) ouvre la voie à de nouvelles opérations. En outre, la forte correction boursière enregistrée sur les valeurs de la nouvelle économie notamment pourraient les rendre à nouveau attractives et une appréciation de l'euro favoriserait éventuellement une reprise des acquisitions européennes aux États-Unis. Dans ces conditions, il ne peut être exclu que l'année 2001 soit meilleure que prévue. D'autant qu'il suffit parfois de quelques opérations d'envergure pour inverser la tendance.

Frédéric LAMBERT – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

¹⁰ Direction de la Prévision, *Les investissements directs étrangers, un des principaux vecteurs de la globalisation des économies, s'intensifient*. Note de conjoncture internationale, juin 2000.

Fiche thématique

n° 1.d.

LES CENTRES « OFFSHORE » DANS L'ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE

La place des centres financiers extraterritoriaux (« *offshore* », terme qui sera repris ci-après) dans le système financier international a été mise en exergue, à la fin des années 1990 encore, lors des crises financières qui ont pu frapper certains établissements financiers ou plusieurs pays émergents.

En 2000, la publication des travaux du Forum de stabilité financière (FSF), du Groupe d'action financière internationale contre le blanchiment des capitaux (GAFI) et du Comité des affaires fiscales de l'OCDE avait à nouveau été l'occasion de souligner la fragilité des sources statistiques, le recensement des centres « *offshore* » dépendant de la définition retenue. En termes opérationnels, sont ici considérés comme « *offshore* » les places menant l'essentiel de leurs activités avec des non-résidents, totalisant des encours de créances et d'engagements très largement supérieurs aux besoins de l'économie interne et participant à des opérations initiées le plus souvent ailleurs.

Pour apprécier la part des centres « *offshore* » dans l'activité bancaire internationale, deux approches sont possibles :

- suivre l'activité bancaire internationale des sept centres « *offshore* » parmi l'ensemble des pays déclarants à la Banque des règlements internationaux¹ (BRI) ;
- analyser les contreparties des banques internationales déclarantes à la BRI, en se référant à la liste des quatorze centres « *offshore* » indiquée par la BRI dans ses travaux².

Cinq centres « *offshore* » sont communs aux deux approches : Bahamas, Bahreïn, Îles Caïman, Hong Kong et Singapour. La différence entre les deux groupes, qui tient notamment

¹ Bahamas, Bahreïn, îles Caïman, Hong Kong, Singapour, *compartiments « offshore »* du Japon (*Japanese « offshore » market*) et des États-Unis (*International banking facilities*). En revanche, les centres financiers extraterritoriaux de l'Irlande, du Royaume-Uni, du Luxembourg et de la Suisse, classés dans le groupe I (centres disposant d'une infrastructure juridique et d'une supervision appropriés) par le FSF, ne sont pas retenus.

² Aruba, Bahamas, Bahreïn, Barbade, Bermudes, Îles Caïman, Hong Kong, Liban, Liberia, Antilles néerlandaises, Panama, Singapour, Vanuatu et West Indies UK.

aux obligations d'informations que certains centres ne remplissent pas, contribue à expliquer les écarts statistiques enregistrés ci-après.

1. Une part décroissante des centres « offshore » déclarants à la BRI dans l'activité bancaire internationale

1.1. Créances bancaires transfrontières

Les centres « offshore » déclarants à la BRI portent une part décroissante des créances bancaires transfrontières : 26,2% fin septembre 2000, contre 28,5% fin 1998. Ce recul est totalement imputable au fléchissement de l'activité en Asie (*Hong Kong*, Singapour et compartiment « offshore » japonais) en contrecoup des difficultés économiques dans la région. La part de cet ensemble dans l'encours total des créances bancaires transfrontières distribuées par les centres « offshore » est ainsi passée de 56% fin 1998 à 46% fin septembre 2000.

PART DES CENTRES « OFFSHORE » DÉCLARANTS À LA BRI DANS LES CRÉANCES BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES				
<i>(en milliards de dollars)</i>				
	Décembre 1998	Décembre 1999	Septembre 2000	Variation sept.00/déc.98
Centres « offshore » déclarants à la BRI	2 819,00	2 645,00	2 652,00	- 5,90%
Îles Caïman	649,00	655,00	744,00	+ 14,60%
États-Unis (<i>International banking facilities</i>)	254,00	286,00	307,00	+ 20,70%
Japanese « offshore » market	636,00	457,00	382,00	- 39,90%
Singapour	437,00	419,00	407,00	- 8,20%
Hong Kong	501,00	476,00	437,00	- 12,80%
Total créances bancaires transfrontières	9 902,00	9 926,00	10 125,00	+ 2,20%
Part des centres « offshore »	28,50%	26,70%	26,20%	- 2,30 points de pourcentage

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

À l'inverse, l'activité « offshore » réalisée à partir des États-Unis et de la zone Antilles apparaît particulièrement dynamique. Ainsi, les Îles Caïman sont devenues le plus important centre « offshore » mondial et la cinquième place bancaire internationale pour l'encours des créances bancaires transfrontières, derrière les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne, mais devant la Suisse et la France.

1.2. Engagements bancaires transfrontières

La part des centres « offshore » dans les dépôts bancaires transfrontières (21% fin septembre 2000) est sensiblement inférieure à celle occupée pour les créances bancaires transfrontières (26,2%). On constate également, entre fin 1998 et septembre 2000, une contraction de l'activité des centres « offshore » concernant les dépôts bancaires transfrontières — quoique à

un rythme légèrement moins rapide que du côté des créances — alors que, sur la période, les dépôts bancaires transfrontières totaux affichaient une progression de 1,5%.

PART DES CENTRES « OFFSHORE » DÉCLARANTS À LA BRI DANS LES DÉPÔTS BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES				
<i>(en milliards de dollars)</i>				
	Décembre 1998	Décembre 1999	Septembre 2000	Variation Sept.00/déc.98
Centres « offshore » déclarants à la BRI	2 169	2 039	2 068	- 4,70%
Îles Caïman	631	644	711	+ 12,70%
Japanese « offshore » market	207	181	201	- 3,00%
États-Unis (International banking facilities)	442	424	440	- 0,40%
Hong Kong	447	372	319	- 28,70%
Singapour	442	418	397	- 10,20%
Total dépôts bancaires transfrontières	9 689	9 612,00	9 838	+ 1,50%
Part des centres « offshore »	22,40%	21,20%	21,00%	- 1,40 point de pourcentage

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

Le fléchissement de l'encours des dépôts reçus par les centres d'Asie explique très largement ce phénomène : leur part dans le total des dépôts transfrontières déposés dans les centres « offshore » est en effet revenue de 51% fin 1998 à 44% fin septembre 2000. Dans le cas de Hong Kong, la baisse d'activité est très importante (-28,7%) : si son rattachement à la Chine populaire a incité nombre d'investisseurs à réorienter leurs dépôts vers d'autres places de la région comme Singapour, la place chinoise subit également l'impact du ralentissement de l'activité internationale des banques japonaises, traditionnellement très présentes à Hong Kong.

À l'inverse, à l'instar du phénomène observé du côté des créances, le poids des Îles Caïman se renforce sur la période récente, ce territoire représentant 34% des dépôts transfrontières reçus par les centres « offshore » fin septembre 2000, contre 29% fin 1998. Les Îles Caïman bénéficient sans doute de leur proximité avec les États-Unis et de l'absence de risque politique du fait de leur rattachement à la couronne britannique.

2. Les centres « offshore » comme contreparties des banques internationales déclarantes à la BRI

Cette seconde approche, propre à la BRI, se base non plus sur les statistiques fournies par des centres « offshore » déclarants, mais sur les contreparties des flux de capitaux (créances et engagements) comptabilisés par l'ensemble des pays déclarants.

2.1. La part des centres « offshore » dans les pays ayant bénéficié de financements transfrontières est décroissante mais reste concentrée

Les centres « offshore » tels que dénommés par la BRI³ représentent une part décroissante des créances bancaires transfrontières : 11,7% fin septembre 2000, contre 13,2% fin 1998. On note en outre que cet encours (1 180 milliards fin septembre 2000) est très fortement concentré, trois places recueillant 73% du total des créances bancaires transfrontières portées sur l'ensemble des centres « offshore ». Il s'agit des Îles Caïman (à hauteur de 40%), de Singapour et de Hong Kong (pour 16% chacun).

PART DES CENTRES « OFFSHORE » RECENSÉS À LA BRI DANS LES CRÉANCES BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES

(en milliards de dollars)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Septembre 2000	Variation Sept.00/déc.98
Centres « offshore »	1 308	1 229	1 180	- 9,80%
Îles Caïman	401	426	469	+ 17,10%
Singapour	268	224	195	- 27,40%
Hong Kong	322	256	193	- 40,00%
Bahamas	144	146	145	+ 0,30%
Total général	9 902	9 926	10 125	+ 2,20%
Part des centres « offshore »	13,20%	12,40%	11,70%	- 1,50 point de pourcentage

Source : Banque des règlements internationaux

Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

Toutefois, la situation de ces trois plus importants centres « offshore » en termes de créances transfrontières évolue très différemment : depuis fin 1998, le poids des Îles Caïman s'est encore renforcé (+ 17% de créances bancaires transfrontières, à 470 milliards de dollars), alors que Singapour et surtout Hong Kong ont vu leur positionnement largement entamé (respectivement - 27% et - 40%).

2.2. En revanche, un poids croissant des centres « offshore » dans les dépôts bancaires

La part des centres « offshore » dans les dépôts bancaires transfrontières s'est légèrement redressée entre décembre 1998 (14,2%) et septembre 2000 (15,6%), les encours bancaires déposés dans les centres « offshore » progressant plus vite sur la période que les dépôts bancaires transfrontières totaux (+ 11% contre + 2%).

³ Antilles néerlandaises, Aruba, Bahamas, Bahreïn, Barbade, Bermudes, Hong Kong, Îles Caïman, Liban, Liberia, Panama, Singapour, Vanuatu, West Indies UK.

**PART DES CENTRES « OFFSHORE » RECENSÉS À LA BRI
DANS LES DÉPÔTS BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES**

(en milliards de dollars)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Septembre 2000	Variation
Centres « offshore »	1 378	1 513	1 531	+ 11,10%
Îles Caïman	427	470	487	+ 14,10%
Singapour	249	251	245	- 1,70%
Hong Kong	296	323	319	+ 7,80%
Bahamas	153	203	221	+ 45,00%
Total général	9 689	9 612	9 838	+ 1,50%
Part des centres « offshore »	14,20%	15,70%	15,60%	+ 1,40 point de pourcentage

Source : Banque des règlements internationaux

Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

Les dépôts bancaires transfrontières dans les centres « offshore » sont concentrés pour plus des deux tiers d'entre eux (69%) sur trois places : les Îles Caïman (près de 490 milliards de dollars, soit 32%), Hong Kong (320 milliards, 21%) et Singapour (245 milliards, 16%). En outre, le poids relatif des Îles Caïman (+ 14% de dépôts transfrontières depuis fin 1998) et de Hong Kong (+ 8%) se renforce sur la période récente.

Olivier VIGNA – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 1.e.

LES ACCORDS SUR LES ABANDONS DE CRÉANCE DES PAYS PAUVRES TRÈS ENDETTÉS (PPTE)

L'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) a été lancée au sommet du G7 de Lyon en 1996. Elle prévoit, pour la première fois, une action concertée de la communauté financière internationale, y compris des institutions multilatérales, en vue de ramener à un niveau supportable la charge de la dette extérieure d'une quarantaine de pays pauvres dont la dette est considérée comme « non soutenable » après application des mécanismes traditionnels d'allègement les plus favorables (annulation par le Club de Paris de 67% de la dette publique commerciale). L'initiative PPTE a été renforcée en juin 1999 à l'occasion du sommet du G7 de Cologne.

L'allègement de dette dans le cadre de l'initiative est devenu effectif pour vingt-deux pays à fin décembre 2000, avec d'ores et déjà 34 milliards de dollars d'allègement de service de la dette (en valeur nominale) consenti sur les prochaines années. Les montants en jeu au terme du processus devraient aboutir à l'annulation, en valeur actuelle nette, des deux-tiers du stock de la dette des pays PPTE.

1. Rappel du dispositif PPTE renforcé

Le dispositif PPTE mis en place comprend deux périodes successives d'ajustement. La première débouche sur le « point de décision ». Cette étape permet de décider de l'octroi d'une assistance dite « intérimaire » (sous la forme d'un allègement du service de la dette) et d'évaluer le montant total de l'allègement à consentir au pays à la fin du processus. La seconde phase d'ajustement ou « période intérimaire » débute alors et se conclut lorsque le pays parvient au « point d'achèvement » du processus, étape ultime où l'allègement du stock de sa dette lui est consenti par l'ensemble des créanciers bilatéraux et multilatéraux.

Les améliorations apportées en 1999 ont eu pour objectif, dans un contexte de forte mobilisation des organisations non gouvernementales, de répondre aux critiques formulées à l'encontre du dispositif initial (principalement critères d'éligibilité trop sélectifs et longueur des délais de mise en œuvre, montant limité des annulations) en fournissant des allègements de dette plus rapides, plus importants et pour un nombre plus élevé de pays qui démontrent leur volonté de réforme et de réduction de la pauvreté.

Elles ont été validées par le FMI et la Banque mondiale lors de leurs assemblées annuelles en septembre 1999 et peuvent être résumées dans le tableau suivant :

DÉROULEMENT CHRONOLOGIQUE	DISPOSITIF PPTE INITIAL	DISPOSITIF PPTE RENFORCÉ
Nombre de pays potentiellement éligibles (sur 41 PPTE)	29	32
<p>Critères de soutenabilité de la dette (au point de décision) :</p> <p><i>Dettes en VAN (1)/exportations (2)</i></p> <p><i>Dettes (en VAN)/recettes fiscales (3)</i></p> <p>Document de stratégie de réduction de la pauvreté (DRSP ou <i>Poverty reduction strategy paper</i> – PRSP)</p> <p>Durée de la période intérimaire (période séparant le point de décision du point d'achèvement)</p>	<p>> 200% – 250%</p> <p>> 280%</p> <p>3 ans en principe</p>	<p>> 150%</p> <p>> 250%</p> <p>Préparation d'un document intérimaire pour atteindre le point de décision (DSRP-I)</p> <p>Mise au point d'un DSRP pour le point d'achèvement</p> <p>En moyenne 15 mois</p> <p>Point d'achèvement « flottant » fixé notamment en fonction des résultats dans la lutte contre la pauvreté (objectifs du DSRP)</p>
Assistance intérimaire	Uniquement du Club de Paris : accord de flux selon les termes de Lyon (annulation de 80% des échéances tombant pendant la période intérimaire)	Club de Paris : accord de flux selon les termes de Cologne (annulation à 90% ou plus) Créanciers multilatéraux : allègements du service de la dette (Banque mondiale) ou subventions pour son paiement (FMI) pendant la période intérimaire
Allègement du stock de la dette au point d'achèvement Annulation de 80% de la dette commerciale éligible et rééchelonnement des montants dus ; rééchelonnement de l'APD éligible (4)	Club de Paris : accord de réduction du stock de la dette selon les termes de Lyon Autres créanciers bilatéraux et commerciaux : réduction selon des termes comparables Annulations et dons des créanciers multilatéraux	Club de Paris : accord de réduction du stock de la dette selon les termes de Cologne (annulation de 90% de la dette commerciale éligible (5) et rééchelonnement des montants dus ; rééchelonnement de l'APD éligible (4)) Autres créanciers bilatéraux et commerciaux : réduction selon des termes comparables Annulations et dons des créanciers multilatéraux
Base d'évaluation de l'allègement de la dette	Critères de soutenabilité de la dette, appréciés au point d'achèvement	Critères de soutenabilité de la dette appréciés au point de décision

(1) VAN : valeur actuelle nette.

(2) Après application des mécanismes classiques d'allègement de la dette, tels que les conditions de Naples (réduction de 67% de la VAN de la dette pré-date butoir). La date butoir, fixée lors du premier passage du pays débiteur en Club de Paris, est la date jusqu'à laquelle les créances sont intégrées dans l'assiette du rééchelonnement : les dettes contractées postérieurement à cette date sont donc exclues des futurs rééchelonnements.

(3) Critère alternatif applicable aux économies plus ouvertes (ratio exportations/PIB >30% au lieu de 40% dans le cadre originel) ayant un endettement très élevé par rapport aux recettes budgétaires, et un niveau suffisant de recettes fiscales (plus de 15% du PIB au lieu de 20% dans le dispositif originel). Dans ce cas, le ratio dette (en VAN)/exportations peut être inférieur à 150% après allègement de la dette pour éviter l'aléa moral.

(4) Dette éligible = traité au club de Paris (pré-date butoir).

(5) À l'issue du sommet de Cologne, les pays du G7 se sont au surplus engagés, sur une base bilatérale, à annuler 100% de leurs créances d'Aide publique au développement (ADP) et 100% de leur dette commerciale éligible, les dates d'allègement pouvant varier d'un pays à l'autre.

Source : FMI Banque mondiale

Réalisation : Banque de France – Direction des relations internationales et européennes

2. État d'avancement de l'Initiative PPTE à fin 2000

2.1. État d'avancement du processus

L'objectif affiché du FMI et de la Banque mondiale qui était de voir au moins vingt pays éligibles à l'Initiative atteindre leur « point de décision » dans le cadre renforcé avant la fin de l'année 2000 et, ainsi, se qualifier pour l'annulation de leur dette, a été atteint. Vingt-trois pays, dont dix-huit pays d'Afrique, sont parvenus, à fin juin 2001, à leur point de décision. Deux, l'Ouganda et la Bolivie, ont atteint le point d'achèvement du processus en juin 2001.

L'engagement pris par les institutions financières internationales était ambitieux puisqu'il dépendait, d'une part, de la capacité des pays concernés à conclure dans le délai prévu un programme avec le FMI, et, d'autre part, de l'adoption par ces pays d'un Document stratégique de réduction de la pauvreté (DSRP) élaboré à l'issue d'un vaste processus participatif. Compte tenu du temps nécessaire pour élaborer ce document en concertation avec la société civile et avec l'appui des Institutions financières internationales, les pays peuvent, durant une phase transitoire, atteindre leur point de décision sur la base d'un document intérimaire (DSRP-I).

Sur les dix pays restants, qui devraient en principe atteindre leur point de décision et se qualifier pour l'annulation de leur dette à partir de 2001, un certain nombre sont en conflit ou connaissent des difficultés politiques qui les ont empêchés, jusqu'à présent, de conclure un programme avec le FMI ou ont interrompu celui-ci (République démocratique du Congo, Congo, Côte d'Ivoire, Myanmar, Éthiopie...). Du fait de ces circonstances politiques, la qualification de ces pays dans le cadre du processus long et complexe de l'Initiative PPTE, pourrait se révéler plus problématique et en définitive plus longue que pour les vingt-deux premiers pays qualifiés. Cependant, quatre autres pays pourraient atteindre le point de décision en 2001, tandis que cinq pays supplémentaires atteindraient leur point d'achèvement en 2001.

2.2. Montants de dettes annulés

Pour les vingt-deux premiers pays qualifiés (état à fin 2000), l'allègement consenti s'élève, en valeur nominale, à 34 milliards de dollars. Au point d'achèvement, le stock de leur dette sera réduit d'en moyenne 47%, soit 20 milliards de dollars en VAN.

Combinée avec l'application des mécanismes de réduction de dette (annulation à 67% selon les termes de Naples) et avec l'annulation complémentaire bilatérale des créances d'Aide publique au développement et commerciales, l'Initiative renforcée devrait aboutir à l'annulation des deux-tiers, en VAN, du stock de la dette des pays PPTE (soit environ 50 milliards de dollars d'allègements de la dette commerciale + 15 milliards de dollars d'allègement de la dette d'aide publique au développement).

2.3. Renforcement du lien avec la réduction de la pauvreté

Le renforcement du lien entre l'allègement du service de la dette et l'augmentation des dépenses sociales constituait l'un des objectifs prioritaires de l'amélioration de l'Initiative PPTE proposée au sommet de Cologne. À cet effet, tous les pays éligibles doivent élaborer un document stratégique de réduction de la pauvreté (DRSP) destiné à préciser l'affectation à des dépenses sociales des surplus dégagés par l'allègement du service de la dette. Ainsi, par exemple, pour les neuf premiers pays parvenus au point de décision dans le cadre renforcé, l'assistance intérimaire

consentie (9 milliards de dollars en VAN et 15,3 milliards en valeur nominale) permet de réduire leur ratio service de la dette/exportations (en VAN) de 179% à 138% pour 2000. Il devrait tomber au-dessous de 100% après 2005. D'après les estimations du FMI, en moyenne, l'Initiative réduit d'un tiers le service de la dette de ces pays pour la période 2001-2003 et permet une hausse globale de leurs dépenses sociales égale à trois fois le service de la dette.

Sophie BÉRANGER-LACHAND – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

Fiche thématique

n° 1.f.

LA MONTÉE DE L'ÉLECTRONIQUE DANS LES MARCHÉS DE GRÉ À GRÉ

L'année 2000 a vu s'amplifier la mutation des marchés de taux au profit de plates-formes de transactions et de distribution électroniques. Ce phénomène, déjà constaté depuis plusieurs années sur le marché des changes, a été plus particulièrement marquant sur les marchés de titres d'État, qui sont traditionnellement au rang des marchés de taux les plus actifs et les plus liquides. Cette « invasion » de la technologie modifie significativement la structure et le mode de fonctionnement des marchés financiers de gré à gré.

1. Un foisonnement d'initiatives

1.1. Sur les marchés de taux...

Sur les marchés obligataires européens, deux modèles de plates-formes électroniques sont aujourd'hui en concurrence. Le modèle « MTS » s'est étoffé avec la mise en place dans plusieurs pays de la zone euro, de plates-formes servant de support de transactions non pas uniquement sur les titres de référence de chacun des pays de la zone euro (ce qui constitue la particularité de la plate forme paneuropéenne EuroMTS) mais sur l'essentiel, sinon la totalité des titres de la dette publique domestique. De telles plates-formes sont désormais opérationnelles en France, aux Pays-Bas, en Belgique et au Portugal. Elles ont pour particularité de s'appuyer sur des « *pools* » de teneurs de marché, tenus de fournir des prix en continu, dans des conditions standardisées (fourchettes de cotation prédéfinies) pour assurer un niveau satisfaisant de liquidité à l'ensemble des participants. Sur le même modèle, le marché organisé allemand *Eurex* a mis en place une plate-forme dédiée aux titres de la dette publique domestique (*Eurex Bond*). Parallèlement, à l'initiative de consortiums bancaires (*BrokerTec*) ou de courtiers (*E Speed*), d'autres plates-formes de transactions électroniques ont vu le jour sur un modèle ouvert à l'ensemble des intervenants de marché, et n'imposant pas à leurs participants d'obligations de cotation particulières.

Au-delà des titres d'État, le mouvement englobe désormais d'autres compartiments obligataires, qu'il s'agisse de titres d'émetteurs supranationaux et quasi-souverains, d'obligations foncières et assimilées ou de titres d'émetteurs privés. Par ailleurs, il ne se limite pas aux

transactions sur le marché au comptant (opérations d'achats/ventes), mais se diffuse également aux marchés associés (pensions livrées) et dérivés (« *swaps* » et « *futures* », à travers la mise en place de liens automatiques entre les plates-formes de transactions sur titres et de négociations de contrats à terme, qui facilitent le « *trading* » de base et la mise en œuvre d'opérations de couverture). La « greffe » électronique, si elle tend à s'étendre au marché monétaire, est à ce stade moins avancée que sur les marchés obligataires, du fait notamment de la particularité des produits qui y sont traités (prêts et dépôts interbancaires), de l'homogénéité de ses intervenants et du caractère déjà très intégré de ce marché.

Parallèlement à la mise en place de systèmes de transactions réservés aux intervenants professionnels, la mutation électronique affecte également la relation entre ces derniers et la clientèle finale, avec l'émergence de systèmes de distribution en ligne. Fondés initialement sur des liens bilatéraux entre un établissement et chacun de ses clients, ces systèmes de distribution électronique ont rapidement été complétés par des structures donnant aux investisseurs accès, non plus aux offres d'un intermédiaire, mais à celles d'un éventail d'établissements (plates-formes du type « *Bondclick* », « *Tradeweb* »...) : grâce à ce dernier type de système, un investisseur a la possibilité de solliciter simultanément des prix auprès de plusieurs intervenants, les mettant ainsi directement en concurrence. De la sorte peut se créer sur un produit donné une série de « micro-marchés » offrant aux investisseurs des conditions proches de celles auparavant réservées aux professionnels entre eux.

Si les plates-formes électroniques réservées aux professionnels fonctionnent pour la plupart d'entre elles sur des réseaux de communication privés, les systèmes de distribution destinés aux investisseurs utilisent très largement le réseau Internet.

1.2. ...comme sur le marché des changes

Sur le marché des changes, les banques ont annoncé la création de plates-formes Internet permettant aux entreprises et fonds d'investissement l'accès en ligne au marché avec des prix offerts soit par une seule banque, soit par une palette de banques. FXalliances, un projet lancé par quatorze banques (rejointes par dix sept autres banques en janvier 2001), devrait ainsi faire ses débuts au cours du premier semestre 2001, et son rival ATRIAX, auquel participent cinquante banques et l'agence de presse Reuters, devrait démarrer aussi au cours du premier semestre 2001. Ils rejoindront un système indépendant, Currenex, déjà opérationnel. Ces systèmes de distribution à destination de la clientèle font suite à la création et au développement de plates-formes électroniques interbancaires « *EBS et Reuters dealing* » qui ont fortement influencé la configuration des marchés de changes, notamment en matière de formation des cours.

2. Un impact majeur sur le fonctionnement des marchés

2.1. Au niveau des « *front offices* »...

Le développement des plates-formes de transactions électroniques est porteur de bouleversements majeurs, avérés ou encore potentiels, pour le fonctionnement des marchés financiers.

Il est d'abord susceptible de remettre en cause tant le rôle des intermédiaires que les modalités d'intervention sur ces marchés. La rapidité et la puissance d'exécution, la souplesse d'utilisation qu'offrent les systèmes électroniques font partie de leurs avantages les plus tangibles

par rapport aux modes traditionnels d'intermédiation. En outre, ils permettent une réduction notable des coûts d'intermédiation (abandon du recours aux courtiers) et de fonctionnement.

Ce développement peut également contribuer à affecter la fonction traditionnelle de teneur de marché, dès lors que les plates-formes électroniques ouvrent à une large palette d'intervenants un accès au cœur du marché, alors même qu'elles imposent à certains des établissements participants des obligations d'animation et de cotation.

Enfin, gage d'une meilleure liquidité et d'une plus grande transparence dans le processus de formation des cours, les plates-formes électroniques sont à l'évidence de nature à améliorer l'efficacité globale des marchés.

2.2. ...comme des chaînes de traitement

Au-delà du bouleversement du mode opératoire des « *front office* », la mutation électronique est porteuse, à terme, de profonds changements dans les modalités de traitement post marché des transactions financières, en facilitant une automatisation complète des chaînes de traitement des opérations, depuis leur négociation en « *front office* » jusqu'à leur dénouement dans les systèmes de règlement/livraison. S'il se heurte aujourd'hui encore à l'absence d'homogénéité des systèmes et des traitements d'un intervenant à l'autre, ce qui complique la définition d'une norme unanimement reconnue, le « *Straight through processing* » est, à terme, porteur d'une plus grande sécurité dans le traitement des opérations et d'une réduction significative de leurs coûts de traitement (coûts humains, meilleure connaissance et donc gestion plus fine des stocks de titres). Associée au développement du « *netting* » des transactions, lui aussi facilité par la généralisation de l'électronique, cette automatisation des chaînes de traitement donnera sa pleine mesure à la mutation en cours des marchés financiers de gré à gré.

François HAAS – Banque de France – Direction générale des opérations



Fiche thématique

n° 1.g.

MARCHÉ FINANCIER GLOBAL ET INTERNET

Le nombre des utilisateurs d'Internet pourrait, selon certaines estimations, atteindre 900 millions en 2004¹. Or, du fait de l'accès élargi, continu et souvent anonyme qu'il offre en direction des marchés, de la possibilité d'effectuer des transactions sans intermédiaire et de la transparence accrue des informations qu'il diffuse, l'impact d'Internet sur le marché financier global doit s'apprécier à plusieurs niveaux².

1. Une utilisation croissante d'Internet par les marchés financiers

1.1. Des marchés boursiers plus ouverts

1.1.1. L'essor des courtiers en ligne

Du fait notamment du rajeunissement et de l'élargissement de l'actionnariat individuel³, mais aussi de l'effet d'entraînement de marchés financiers tirés à la hausse par la nouvelle économie, près d'un quart des ordres exécutés sur la Place de Paris à la fin du premier semestre 2000 émanait des courtiers en ligne⁴. Selon certaines projections, la France pourrait compter jusqu'à 2,5 millions de comptes ouverts chez des courtiers en ligne d'ici 2003, contre 60 000 début 1999. Cependant, en termes de nombre de comptes ouverts ou d'ordres enregistrés, la France reste aujourd'hui en retrait par rapport au Royaume-Uni, à l'Allemagne et surtout

¹ Agefi du 9 mars 2001.

² Les conséquences d'Internet pour le système bancaire sont abordées dans la fiche 4e.

³ SOFRES, « Les porteurs de valeurs mobilières en 2000 », enquête de juillet 2000.

⁴ Association *Brokers on line*, citée dans le Bulletin COB n° 348, juillet-août 2000.

aux États-Unis, pays dans lequel quatorze millions de comptes en ligne pourraient être ouverts en 2002⁵.

1.1.2. Le lancement d'introductions en Bourse *via* l'Internet

Les ouvertures du capital des entreprises aux investisseurs *via* l'Internet se sont développées depuis plusieurs années. À la suite de premières expériences observées en Suède dès 1998, la première introduction en Bourse sur Internet réalisée en France a eu lieu en novembre 1999 ; en avril 2000, l'introduction de l'allemand *T-Online* a recueilli 400 000 souscriptions *via* l'Internet. Le succès de ces opérations peut s'expliquer par les facilités offertes aux investisseurs finals, notamment les particuliers (accès à l'information et transactions facilitées), comme aux arrangeurs, (diffusion rapide et peu coûteuse de la documentation, remplacement des « *road shows* » par des vidéo-conférences).

1.2. L'essor des émissions de « *e-bonds* » se poursuit

Si de grandes firmes américaines (et le Trésor américain depuis 1998) y vendaient déjà du papier commercial ou des EMTN, les émissions obligataires internationales sur l'Internet y ont connu une expansion marquée en début d'année 2000, notamment avec les émissions de *Fannie Mae* (pour dix milliards de dollars), *Freddie Mac* (six milliards) ou de la Banque mondiale (trois milliards, intégralement souscrits *via* Internet). Une trentaine de plates-formes⁶ proposent ainsi les émissions *via* l'Internet de titres publics (gouvernements, agences ou municipalités), *corporate*, *repo*, MBS (titres hypothécaires) ou instruments monétaires. De même, sur le marché secondaire, l'année 2000 a été marquée par le développement des plates-formes électroniques « MTS » pour la négociation des titres de dettes d'État de la zone euro.

De nombreux intermédiaires traditionnels — banques d'investissement, banques commerciales — ont donc dû s'adapter à cette nouvelle situation, tantôt en proposant individuellement leur propre gamme de services en ligne sur des serveurs à accès restreint (« *proprietary dealer systems* »), tantôt en s'associant pour former des portails communs sur l'Internet donnant accès à d'autres services : transactions de change, produits dérivés, titres de créances négociables ou études économiques. Ces accords attirent également d'autres acteurs, agences de notation, courtiers électroniques ou sociétés de logiciels.

1.3. Des partenariats indispensables

Mélange de coopération et de compétition, la coopération semble caractériser les relations nouvelles nouées par les acteurs financiers cherchant à tirer parti des fonctionnalités offertes par Internet. Les partenariats recherchés sont donc très larges, pouvant conduire au rapprochement d'établissements financiers, de sociétés de téléphonie mobile et de paiement par carte.

C'est pourquoi, même si les montants en jeu invitent à distinguer les transactions dites « B2B » (« *business to business* ») et « B2C » (« *business to consumer* »), trois facteurs semblent aujourd'hui déterminants pour la viabilité d'un site financier sur Internet, quelle que soit sa cible de clientèle : son efficacité opérationnelle (la qualité technique), sa légitimité (crédibiliser l'offre de

⁵ *Securities Industry Association, Forrester Research.*

⁶ *Selon la Bond Market Association.*

services présentés) et son attractivité. Cet impératif permet de comprendre la fertilisation croisée à laquelle on assiste aujourd'hui entre trois sortes de sites :

- sites agrégateurs, permettant, sur un seul site de type « *one stop shopping* », l'accès à un large spectre de produits ;
- sites communautaires, ciblant des groupes de clients homogènes (par exemple, les directeurs financiers d'entreprises ou de banques) ;
- sites comparateurs, réunissant plusieurs fournisseurs pour les mettre en concurrence, dans une démarche proche de celle de l'appel d'offres.

La convergence de ces modèles — complémentaires et non exclusifs — est ainsi telle qu'ils deviennent souvent hybrides, fédérant à cette occasion de nombreux acteurs d'une ou plusieurs places.

2. Des opportunités nombreuses, dès lors que les risques seront pleinement maîtrisés

2.1. Les risques encourus ⁷

2.1.1. Le risque technologique

Facilité par les systèmes de transaction électronique, l'accès au marché d'un nombre croissant d'investisseurs augmente le risque de dépendance à l'égard de ces systèmes. Le risque de perte de maîtrise de l'outil informatique par les utilisateurs (investisseurs et intermédiaires financiers) est majoré lorsque sa gestion est sous-traitée à un prestataire informatique externe. La sauvegarde régulière des données « *batch* » et les plans de secours « *back up* » sont donc impératifs pour prévenir les cas de défaillance des matériels informatiques, d'encombrement du trafic sur les réseaux ou de mauvaise connexion des lignes, surtout en période de forte volatilité sur les marchés.

2.1.2. Le risque de concentration

Le coût d'entrée sur le marché de l'Internet peut être très élevé si l'on tient compte du coût de l'infrastructure en technologies de l'information. Le tout premier acteur a donc l'avantage d'entrer sur un marché dit non contestable, du fait de l'importance des coûts fixes, des économies d'échelle (rendements croissants) et des effets de réseau (l'existence de coûts de raccordement incite les utilisateurs, captifs d'un système, à n'en plus changer ⁸). C'est pourquoi la concentration des portails, plates-formes ou sites paraît inévitable, à l'image de ce qu'ont connu de nombreuses places financières ⁹.

⁷ Le risque juridique (signature électronique, formalisme des contrats) et la politique en matière de sécurité sont traités plus en détail dans le Livre blanc sur Internet (Commission bancaire, Banque de France, décembre 2000).

⁸ BRI, *Committee on the Global Financial System, The implications of electronic trading in financial markets*, rapport de janvier 2001.

⁹ Manhattan abritait plus de vingt bourses (*Stock exchanges*) au XIX^{ème} siècle.

Si, sur le marché des obligations d'État, plusieurs systèmes de transaction électronique sont pour l'heure toujours en compétition, on peut s'attendre à ce que l'exigence de liquidité soit susceptible, à terme, de conduire à une rationalisation de cette fragmentation. La même remarque s'applique au marché des changes, où plusieurs banques ont créé des plates-formes pour les opérations au comptant, à terme et les options.

En matière de formation des prix, on peut donc craindre¹⁰, sinon l'émergence d'un acteur dominant, du moins l'apparition de comportements oligopolistiques (« *price makers* »). Or, dans une telle hypothèse, la concentration et le pouvoir de marché ne seraient pas forcément favorables à l'innovation et à une tarification minimale.

2.1.3. Le risque de liquidité

Un marché est dit liquide si chaque intervenant souhaitant revendre ou acheter un actif peut à tout moment trouver rapidement une contrepartie. À cet égard, l'impact prévisible de l'Internet sur la liquidité des marchés de titres demeure incertain.

Sur le compartiment obligataire par exemple, des obstacles à un transfert massif des transactions du marché secondaire vers l'Internet demeurent. En premier lieu, l'intérêt d'investir et de traiter en ligne des obligations demeure relativement faible pour les petits investisseurs, notamment la clientèle de détail, compte tenu des opportunités de gains associées aux marchés d'actions. L'amplitude plus faible des mouvements de prix sur le compartiment obligataire ne favorise pas *a priori* l'émergence rapide des comportements de « *day-traders* » que l'on connaît aujourd'hui sur les marchés d'actions.

Par ailleurs, les grands émetteurs pourraient se montrer peu enclins à contourner les syndicats bancaires et à émettre directement sur le marché primaire via l'Internet, de peur que les teneurs de marché rechignent ensuite à animer le marché secondaire de l'emprunt concerné. L'économie réalisée sur la rémunération des intermédiaires pourrait ainsi être plus que compensée par la réduction de la liquidité de ce titre sur le marché secondaire et une volatilité accrue de son cours. En effet, lorsque des banques participent au syndicat d'une émission, elles acquièrent une large quantité des titres et sont donc davantage en mesure de réguler ensuite les prix sur le marché.

Enfin, rendant moins lucrative l'activité de courtage traditionnelle face à de nouveaux concurrents, l'automatisation des transactions risque d'inciter les intermédiaires à reconsidérer l'importance de leur rôle de teneur de marché. Ceux-ci pourraient en particulier chercher à réduire le capital immobilisé par la détention permanente de titres qu'impose le rôle de contrepartiste. La question est alors celle de la capacité que conserverait le marché dans son ensemble à stabiliser ses prix en cas de choc : qui assurerait la fourniture en dernier ressort de liquidités ? La dynamique d'ensemble que suivrait, en période de crise, un marché composé de différents systèmes automatiques interconnectés demeure donc une inconnue de taille.

2.2. Les avantages escomptés : baisse des coûts de transaction et élargissement de la base des investisseurs

Les sources d'économies, en temps et en argent, liées à l'utilisation d'Internet sont multiples. En premier lieu, la transparence accrue des marchés incite les intermédiaires à comprimer leurs marges. Concrètement, les tarifs de certains courtiers en ligne français peuvent

¹⁰ FOW, septembre 2000.

être inférieurs de moitié à ceux des intermédiaires traditionnels¹¹, la fourchette de coût moyen d'un « *broker* » ayant même été de 1 à 20 aux États-Unis¹².

De même, pour convaincre des investisseurs de souscrire à un emprunt obligataire planétaire, une présentation audiovisuelle peut se substituer à un long voyage : certains sites organisant des prêts syndiqués estiment qu'un chef de file peut économiser jusqu'à 25 000 dollars par opération en envoyant la documentation de façon électronique et non plus physique¹³. Enfin, le nombre d'internautes croissant, il en résulte naturellement une augmentation du nombre d'investisseurs potentiellement intéressés.

Cette plus grande efficacité des marchés financiers à travers l'Internet ne tient toutefois pas simplement à l'exploitation des économies d'échelle : les systèmes électroniques étant capables de traiter simultanément un très grand nombre d'opérations, les prix peuvent incorporer davantage d'informations, donc s'ajuster plus rapidement, réduisant les coûts d'arbitrage et augmentant la liquidité du marché. En revanche, la question de savoir si la volatilité des marchés s'en trouve accrue reste ouverte.

La généralisation de l'Internet devrait amener les intermédiaires financiers à se repositionner. Pour les banques d'affaires, la syndication des émissions et l'animation des marchés de titres à taux fixe représenteraient un quart environ de leurs résultats¹⁴. Or, l'utilisation de l'Internet en matière financière favorise potentiellement une réorganisation des métiers selon deux segments : l'un, électronique, à marges faibles, comprend la vente, la distribution et les transactions de produits via l'Internet ; l'autre, plus rémunérateur, recouvre la fourniture de prestations de conseils personnalisés, relatifs par exemple aux stratégies d'investissement sur des niches, et au montage d'opérations complexes.

Selon certaines analyses¹⁵, l'Internet ne fera toutefois qu'accélérer le traitement des opérations, à l'image de ce qu'a fait la télécopie vingt ans plus tôt, sans menacer véritablement l'expertise des banques d'affaires.

Olivier VIGNA – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales
Jean-Stéphane MÉSONNIER – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

¹¹ *Paris Markets*, n°7, février 2000.

¹² Bulletin COB n° 329, novembre 1998.

¹³ *Euromoney*, novembre 2000.

¹⁴ *Financial Times*, 28 janvier 2000.

¹⁵ *ECM*, septembre 2000.



Fiche thématique

n° 1.h.

LE FORUM DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Créé lors de la réunion du G7 de février 1999, le Forum de stabilité financière (FSF), instance internationale de coopération et de discussion, a pour mission d'apprécier les facteurs conjoncturels et structurels de vulnérabilité et les principaux enjeux du système financier international et d'identifier et coordonner les actions à entreprendre pour y répondre.

Le Forum a ainsi été amené, d'ores et déjà, à formuler un certain nombre de recommandations sur différents aspects essentiels du maintien de la stabilité financière internationale :

- institutions à fort effet de levier,
- flux de capitaux,
- centres financiers « *offshore* »,
- mise en œuvre des codes et standards.

1. La composition et le mode de fonctionnement du Forum

1.1. Composition

- Pays du G-7 : trois représentants par pays : Ministère des finances, Banque centrale et représentant des autorités de surveillance ;
- Organisations internationales : deux représentants par instance ¹ : FMI ; Banque mondiale ; Banque des règlements internationaux (BRI) et trois des Comités qu'elle abrite, à savoir le Comité sur le système financier mondial (CGFS), le Comité de Bâle pour le contrôle bancaire (BCBS) et le Comité pour les systèmes de paiement et de règlement (CPSS) ; OCDE ; Organisation internationale des commissions de valeur (OICV/IOSCO), Association internationale des contrôleurs d'assurance (IAIS) ;

¹ Un seul représentant dans le cas de la BRI, du CGFS, du CPSS et de l'OCDE.

- Pays « *ad hoc* » invités depuis la deuxième réunion du Forum, un représentant : Australie ; Pays-Bas ; Hong Kong ; Singapour.

1.2. Fonctionnement

La première présidence du Forum, est assurée par Andrew Crockett (directeur général de la BRI), la durée de son mandat étant de trois ans. Le Forum se réunit, en principe, deux fois par an, son secrétariat étant localisé à la BRI.

Des groupes de travail ont été mis en place par le Forum sur les aspects spécifiques suivants : implications des opérations des fonds à fort effet de levier, flux de capitaux, centres « *offshore* », mise en œuvre des normes et standards, incitations à la mise en œuvre des normes et standards (groupe de travail qui a pris la suite du groupe sur la mise en œuvre des normes et standards), assurance des dépôts.

2. Les principales recommandations adoptées

Lors des deux réunions plénières qui se sont tenues en 2000, à Singapour en mars et à Bâle en septembre, les membres du Forum ont procédé à l'examen des vulnérabilités potentielles du système financier international. Tout en considérant que le risque d'une crise financière majeure était assez limité à très court terme, ils se sont inquiétés de la persistance d'un certain nombre de déséquilibres (pressions inflationnistes résultant du coût élevé des produits pétroliers, surévaluation du cours des actions, déficits croissants des comptes courants, mésalignement des cours de change...) et de l'exposition croissante des banques et des marchés de capitaux à la nouvelle économie.

Le Forum a, par ailleurs, adopté un certain nombre de recommandations plus spécifiques qui lui avaient été proposées par les groupes de travail spécialisés constitués sous son égide, sur les aspects suivants.

2.1. Diffusion et mise en œuvre des codes et normes internationaux

Les deux groupes de travail mis en place successivement sur ce thème (présidés, respectivement, par Andrew Sheng, président de la *Securities and futures commission* de Hong Kong, et Axel Nawrath, du ministère allemand des finances) se sont attachés :

- à définir une stratégie pour favoriser la mise en place des codes et normes relatifs à la stabilité des systèmes financiers, pour le premier groupe. Une meilleure appropriation des codes et standards par les pays, le recours à un ensemble d'incitations officielles et de marché et la mise en place de partenariats sont apparus comme les éléments majeurs de cette stratégie. Plus précisément, une liste de douze standards-clés a été établie par le groupe, qui portent notamment sur les fondamentaux macroéconomiques, l'infrastructure institutionnelle et de marché ainsi que la supervision et la réglementation financière et de la lutte contre le blanchiment ;
- à proposer des moyens de renforcer ou de mettre en place des incitations officielles ou de marché, en ce qui concerne le second groupe : il a ainsi suggéré des dispositifs incitatifs pour chacun des douze codes ou normes.

2.2. Les institutions à fort effet de levier

Le groupe de travail présidé par Howard Davies, président de la *Financial services authority* du Royaume-Uni, a formulé des recommandations destinées à limiter le risque systémique que peut entraîner l'activité des institutions à fort effet de levier (IFEL) - principalement les « *hedge funds* » — et à améliorer le fonctionnement des marchés sur lesquels ces institutions interviennent. Plus précisément, il convient de renforcer :

- la gestion du risque de contrepartie par les institutions financières, contreparties des IFEL et la gestion du risque par les IFEL elles-mêmes,
- la surveillance prudentielle des institutions financières créancières des IFEL,
- les infrastructures de marché,
- la transparence des IFEL,
- la surveillance de l'activité des marchés financiers par les superviseurs nationaux,
- les « bonnes pratiques » en matière d'activité sur les marchés de change.

Deux autres propositions — mise en place d'une centrale des risques internationale dans laquelle seraient, en particulier, enregistrés les prêts des banques aux IFEL, et réglementation directe des IFEL — n'ont pas été recommandées à ce stade mais pourraient être reconsidérées si les mesures proposées par le groupe de travail n'étaient pas suivies d'effets significatifs.

2.3. Flux de capitaux

Le groupe de travail sur les flux de capitaux, présidé par Mario Draghi, directeur général du Trésor italien, a exprimé des propositions sur les aspects suivants :

- surveillance des risques au niveau national : les autorités doivent se doter d'un système de surveillance et d'évaluation des risques de liquidité de l'économie et mettre en œuvre des « *stress tests* » pour évaluer l'impact sur la liquidité de différents types de chocs ; en outre, les autorités nationales et les organismes internationaux doivent examiner si leurs politiques ne favorisent pas les flux de capitaux à court terme au détriment de flux plus stables afin de prendre les éventuelles mesures correctrices nécessaires ;
- gestion du risque par le secteur public : le FMI et la Banque mondiale sont invités à élaborer des règles de bonne gestion de la dette souveraine et de la liquidité ; les autorités nationales doivent adopter des pratiques saines de gestion de la liquidité et chercher à développer les marchés obligataires internes afin d'éviter de concentrer les emprunts publics sur les échéances courtes et/ou sur les emprunts libellés en devises ;
- gestion du risque par le secteur bancaire : le Comité de Bâle est invité à adapter aux économies émergentes les lignes de conduite révisées sur le risque de liquidité et à examiner les liens entre les risques de liquidité, de change et de crédit ; il appartient aux autorités nationales de rechercher les informations nécessaires à l'évaluation de l'exposition au risque de change des banques et du système bancaire ;
- gestion du risque par les institutions financières non bancaires et les institutions non financières : les autorités nationales ont à promouvoir la transparence ;
- données : une large diffusion des informations sur la dette extérieure est souhaitable et, plus généralement, un degré élevé de transparence de la part des entreprises financières non bancaires et des entreprises non financières, afin que leurs engagements en devises soient mieux connus.

2.4. Centres financiers « offshore »

Les centres financiers « offshore » ont une importance croissante pour la stabilité financière internationale, en raison de la progression de leur activité. Ceux qui n'adhèrent pas aux standards internationaux en matière prudentielle constituent, en effet, les maillons faibles du système financier international. Les principales recommandations du groupe de travail, présidé par John Palmer, *Superintendent of financial institutions* du Canada, sont les suivantes :

- une évaluation du degré d'adhésion des centres « offshore » aux normes internationales devrait être effectuée par le FMI et un ensemble de mesures d'incitations à cette adhésion proposé par les instances appropriées ;
- les normes concernant la coopération internationale, les échanges d'information, les pouvoirs et pratiques des organismes de supervision devraient être mises en œuvre prioritairement ;
- au niveau national, une supervision consolidée plus efficace du secteur bancaire et des assurances serait nécessaire afin de limiter la possibilité de soustraire du contrôle les activités « offshore » ;
- l'Association internationale des contrôleurs d'assurance est encouragée à définir des « bonnes pratiques » pour la réassurance et sa supervision et des normes de supervision en matière de solvabilité et de consolidation des activités d'assurance.

Un rapport faisant le point des progrès accomplis à la suite des recommandations du groupe devrait être publié à l'automne 2001.

Par ailleurs, le Forum a réalisé une enquête auprès des superviseurs d'une trentaine de centres financiers importants et de 37 centres financiers ayant des activités « offshore » significatives, afin d'évaluer la qualité de la supervision dans les OFC et leur degré de coopération internationale. Les résultats de cette enquête ont conduit à définir trois groupes de centres financiers « offshore ». Le Groupe I est formé de centres pour lesquels l'infrastructure institutionnelle, l'exercice de la supervision, le degré de coopération sont jugés de bonne qualité et le niveau des ressources consacrées à la supervision satisfaisant. Dans ce groupe figurent Hong Kong, le Luxembourg, Singapour, la Suisse, Dublin, Guernesey, l'Ile de Man et Jersey. Dans le Groupe II sont recensés ceux dont la supervision et la coopération sont de qualité moindre. Il s'agit, entre autres, d'Andorre, Bahreïn, la Barbade, les Bermudes, Gibraltar, Malte et Monaco. Le Groupe III réunit les OFC dont la qualité de la supervision et le degré de coopération sont les plus faibles, notamment : Belize, les Iles Vierges britanniques, les Iles Caïman, le Costa Rica, Chypre, le Liban, le Lichtenstein, les Iles Marshall, l'Ile Maurice, les Antilles néerlandaises, Panama et les Bahamas. Le Forum recommande que l'évaluation du respect des codes et standards internationaux à effectuer par le FMI s'adresse en priorité aux centres du groupe II. L'objectif est, en effet, d'inciter les centres du groupe II à faire partie du groupe I tandis que les centres qui choisissent de demeurer dans le groupe III feront l'objet de pressions accrues.

Outre le suivi de la mise en œuvre des recommandations déjà adoptées, le Forum aura, en particulier, à examiner en 2001 le rapport du groupe de travail sur l'assurance des dépôts.

2.

L'ESPACE FINANCIER EUROPÉEN

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 2.a. Balance des paiements et position extérieure de la zone euro
- 2.b. L'Eurogroupe
- 2.c. Eurofi 2000
- 2.d. Euronext



Introduction : panorama économique et financier de la zone euro

La zone euro a bénéficié d'une croissance soutenue en 2000. Le PIB a progressé de 3,4% en moyenne annuelle contre 2,5% l'année précédente et 2% par an au cours de la période 1992-1999. Ce dynamisme s'est appuyé sur une demande intérieure robuste : la consommation des ménages a continué à progresser fortement (2,6% contre 2,8% en 1999) ; l'effort d'investissement est demeuré important, la croissance de la FBCF totale s'établissant en 2000 à 4,6% en moyenne annuelle contre 5,3% l'année précédente. De surcroît, grâce à un environnement international porteur au premier semestre, le commerce extérieur a apporté en 2000 une contribution nette positive à la croissance du PIB en volume (0,5 point) alors qu'il avait à l'inverse contribué à ralentir la croissance en 1999 (-0,4 point). Toutefois, la dégradation des termes de l'échange liée aux effets conjugués de la hausse des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro a entraîné un creusement du déficit courant en valeur.

La poursuite de ce cercle vertueux en 2001 est soumise à l'aléa que constitue l'ampleur du ralentissement constaté aux États-Unis depuis le troisième trimestre 2000 : selon certaines estimations, un tassement de la croissance américaine de 1 point serait susceptible d'entraîner une diminution de l'ordre de 0,2 point de la croissance européenne.

La vigueur de la croissance en 2000 a favorisé la réduction du taux de chômage. Celui-ci est en effet passé de 9,6 % en décembre 1999 à 8,7% en décembre 2000. Depuis 1997, il s'est replié d'environ 1 point chaque année. Cette décrue s'est accompagnée d'une baisse sensible des écarts entre les taux de chômage des différents pays de la zone euro : l'écart entre le taux le plus élevé et le taux le plus faible est passé de 17 points fin 1997 à 11,5 points fin 2000.

L'inflation s'est accélérée. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est ainsi passé de 1,7% en décembre 1999 à 2,6% en décembre 2000, notamment sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie. Pour sa part, l'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) a augmenté plus modérément, passant de 1% fin 1999 à 1,6% fin 2000 grâce à la maîtrise des coûts salariaux : la progression du salaire moyen par tête n'a augmenté en effet que de 0,1 point, à 2,1%. Les gains de productivité s'étant renforcés, passant de 0,7% en 1999 à 1,3% en 2000, la hausse des coûts salariaux unitaires s'est infléchie, revenant de 1,3% à 0,8% sur la même période.

Ce contexte ne signifie pas nécessairement que les risques inflationnistes à moyen terme sont absents. En effet, la hausse de l'inflation sous-jacente pourrait se poursuivre, d'une part en raison du jeu des effets dits de second tour (ou de propagation) de la hausse du prix du pétrole, et d'autre part à cause de tensions persistantes sur l'appareil de production : le taux d'utilisation des capacités qui est remonté de 81,2% en 1999 à 83,8% en 2000, se situe sensiblement au-dessus du niveau moyen observé depuis 1992, soit 81,8%.

Afin de limiter les tensions sur les prix à moyen terme dans un contexte de croissance économique soutenue et de progression toujours rapide des agrégats monétaires, la BCE a resserré graduellement les conditions de refinancement en 2000, faisant passer au total le taux d'appel d'offres de 3% en janvier à un minimum de 4,75% en fin d'année. Les hausses successives se sont répercutées sur l'ensemble des échéances courtes et moyennes de la courbe des taux. En revanche, les taux d'intérêt à long terme ont diminué, témoignant, non seulement de l'amélioration générale de la situation des finances publiques des pays membres de la zone et de la réduction concomitante de l'offre de titres publics, mais aussi de la crédibilité de la politique monétaire européenne.

En fin d'année, les incertitudes quant à l'évolution de l'activité économique et l'accroissement de la chute des marchés boursiers aux États-Unis ont conduit à une nouvelle baisse des rendements sur les titres obligataires de référence, alors que les obligations considérées comme risquées, et tout particulièrement celles émises par les entreprises de télécommunications, ont vu leur rendement s'accroître dans d'importantes proportions.

Les marchés obligataires de la zone euro ont été caractérisés par une intégration croissante et par une forte progression des émissions de titres « *corporate* », en hausse de 17%. Sur le marché international, l'ensemble des émissions en euros a représenté 38% des émissions nettes, se situant légèrement en retrait par rapport à 1999, au bénéfice des émissions en dollars.

En 2000, la plupart des marchés boursiers européens, et notamment ceux destinés aux entreprises de la Nouvelle économie, ont connu une forte volatilité et subi le contrecoup de la chute des marchés américains. En effet, la diversification internationale des portefeuilles d'actions et la présence des principales sociétés cotées sur tous les continents ont favorisé la propagation des évolutions boursières, en dépit de perspectives d'activité et de profit différentes de part et d'autre de l'Atlantique.

Contribuant aux évolutions boursières, d'abord à la hausse dans un sens favorable compte tenu des primes offertes aux actionnaires des sociétés-cibles, puis à la baisse en raison de l'endettement et de la fragilité croissants des entreprises acquéreuses, les opérations de fusions et acquisitions ont atteint des montants sans précédent sur l'ensemble de l'année, qu'il s'agisse d'opérations entre sociétés de la zone euro ou avec des entreprises extérieures à la zone, britanniques et américaines notamment.

Les mouvements de capitaux consécutifs à ces opérations, joints à des investissements de portefeuille en actions de grande ampleur de la zone euro vers les États-Unis, surtout au premier trimestre, ont contribué au repli de l'euro face au dollar jusqu'à la fin du mois d'octobre 2000, date à laquelle le taux de change bilatéral a atteint un plancher de 0,823 euro pour un dollar. Cette évolution apparaissant largement déconnectée des données économiques et porteuse de risques pour l'économie mondiale, la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème, associées à leurs homologues américaine, britannique et japonaise, ont été amenées à intervenir de concert pour soutenir l'euro. Celui-ci s'est d'ailleurs nettement redressé vis-à-vis de la quasi-totalité des grandes monnaies mondiales, revenant en fin d'année à 0,93 euro pour un dollar.

Encadré : 10 questions essentielles pour les particuliers sur le passage pratique à l'euro**Quel est le taux de conversion de l'euro en francs ?**

1 euro = 6,55957 francs français. Ne pas utiliser le taux inverse (1 franc = 0,152449 euros) qui donne des résultats différents.

Quand et comment pourrai-je disposer de pièces et de billets en euros ?

Vous pourrez disposer de pièces à partir du 14 décembre 2001 grâce à la mise à disposition de « sachets premiers euros » (40 pièces en euros pour une contre-valeur de 100 francs). Ces pièces ne pourront être utilisées pour les paiements avant le 1^{er} janvier 2002. Vous pourrez ainsi faire l'appoint dès le 1^{er} janvier 2002. Les billets en euros, de leur côté, seront disponibles le 1^{er} janvier 2002, principalement dans les guichets bancaires, à la Poste et dans les distributeurs automatiques de billets (DAB).

Combien y aura-t-il de pièces et de billets en euros ?

Il y aura huit valeurs de pièces en euros : 1 cent (ou centime d'euro), 2 cents d'euro, 5 cents d'euro, 10 cents d'euro, 20 cents d'euro, 50 cents d'euro, 1 euro, 2 euros. En ce qui concerne les billets, il y aura 7 coupures : 5 euros, 10 euros, 20 euros, 50 euros, 100 euros, 200 euros, 500 euros.

À partir de quand ne pourrai-je plus payer avec des billets et des pièces en francs ?

À partir du dimanche 17 février à minuit. À cette date, en effet, les billets et les pièces en francs seront privés du cours légal, c'est-à-dire qu'ils ne seront plus acceptés dans les paiements.

Quand et comment pourrai-je échanger mes pièces et billets en francs en pièces et billets en euros ? Cet échange sera-t-il gratuit ?

Du 1^{er} janvier 2002 au 30 juin 2002, les pièces et les billets en francs seront échangeables dans les établissements de crédit. Les modalités précises de l'échange font encore l'objet de discussions entre les parties concernées ; il apparaît d'ores et déjà que l'échange sera gratuit si le client s'adresse à sa banque. À compter du 17 février 2002, les pièces en francs seront échangeables gratuitement à la Banque de France, à l'IEDOM (Institut d'émission des départements d'Outre mer) et auprès des comptables publics.

À partir de quand ne pourrai-je plus faire de paiements scripturaux (c'est-à-dire par chèque, virement, carte de crédit...) en francs ?

À partir du 1^{er} janvier 2002, seul l'euro pourra être utilisé dans les paiements scripturaux, le franc ne subsistant temporairement que sous la forme de billets et pièces à l'exception des chèques émis avant le 1^{er} février 2002.

Quand pourrai-je disposer d'un chéquier euro ?

Vous pouvez disposer dès maintenant (et en fait depuis le 1^{er} janvier 1999) d'un chéquier euro, en faisant la demande auprès de votre banque. À partir de juillet 2001, les banques généraliseront la distribution de chèquiers en euros. Il ne faut pas utiliser un chéquier en francs pour un paiement en euros et inversement.

Devrai-je changer ma carte bancaire pour payer en euros ?

Non. La carte bancaire actuelle permet d'effectuer indifféremment des paiements en francs ou en euros. Pour faire un paiement par carte en euros, il faut que le terminal de paiement électronique du commerçant ait été adapté à l'euro, ce qui devra être généralisé courant 2001.

Quand mon compte bancaire sera-t-il converti en euro ?

À partir de juillet 2001, à des dates qui seront différentes selon les banques. En effet, il convient d'éviter les opérations massives de conversion au dernier moment. Les banques prendront donc l'initiative de réaliser les conversions de comptes après avoir informé précisément leurs clients. En tout état de cause, les comptes bancaires seront tenus exclusivement en euros à compter du 1^{er} janvier 2002.

La conversion ne va-t-elle pas donner lieu à une augmentation des prix ?

Deux facteurs devraient contribuer à éviter les hausses de prix : le respect strict des règles de conversion et d'arrondis (qui ne pourra engendrer que des écarts infimes — tantôt à la hausse, tantôt à la baisse — des prix initialement en francs) et la concurrence entre les commerçants. En outre, des contrôles seront menés par la Direction générale de la consommation, la concurrence et la répression des fraudes.

2.1. Convergence financière en Europe

2.1.1. État de l'intégration des marchés

2.1.1.1. La dynamique d'intégration des différents segments du marché monétaire s'est poursuivie en 2000

L'intégration du marché des prêts en blanc a été une réalité dès la mise en place de l'euro début 1999, et a permis d'emblée l'unification des taux d'intérêt interbancaires. Cette unification des conditions entre centres financiers a été assurée par le développement des échanges de liquidité transfrontière, qui ont représenté, en 1999 comme en 2000, deux tiers des volumes prêtés. En 2000, le changement dans les modalités des appels d'offres de l'Eurosystème (passage des appels d'offres à taux fixe aux appels d'offres à taux variable) a influencé l'activité du segment à très court terme du marché monétaire. En effet, dans ce mécanisme d'enchères compétitives, le taux marginal des appels d'offres (taux le plus bas servi pour une adjudication donnée) tend à se rapprocher du taux du marché interbancaire et, particulièrement, le marché de l'argent au jour le jour. L'arbitrage entre l'accès direct au refinancement auprès de la Banque centrale et la couverture des besoins de liquidité *via* le marché interbancaire, devient alors moins attractif. L'écart entre le taux de l'argent au jour le jour et le taux de refinancement s'est ainsi établi à 13 points de base en moyenne au second semestre 2000 contre 25 points de base au semestre précédent. La raréfaction des opportunités d'arbitrage — correspondant à un degré accru d'unification des conditions d'échange de la liquidité à très court terme — a vraisemblablement contribué à la réduction des volumes de prêts en blanc au jour le jour, ce qui fait qu'en 2000, l'activité sur ce segment — mesurée à partir des données recueillies auprès des banques du panel de l'Eonia — s'est légèrement réduite, de 6,6% en moyenne par rapport à l'année précédente, et de 15,8% entre le second semestre 2000 et la période équivalente de 1999.

L'érosion des volumes traités sur le marché des prêts interbancaires en blanc au jour le jour peut être expliquée également au regard de l'intense activité sur les marchés de « *swaps* » de taux. Sur la base d'une enquête conduite au sein de l'Eurosystème auprès d'un échantillon de grandes banques, le marché des « *swaps* » de taux d'intérêt euro a en effet plus que doublé en 2000, l'évolution des opérations traitées sur la place de Paris jouant un rôle significatif dans cette évolution. Le dynamisme de ce segment est à la fois cause et conséquence de sa forte intégration : plus des trois quarts des transactions sont traités avec des contreparties non résidentes, le marché étant en outre dominé par un nombre limité de grands intervenants fortement internationalisés. De plus, le marché des « *swaps* » de taux d'intérêt se révèle actif non seulement sur les échéances les plus courtes — où l'activité a plus que triplé entre 1999 et 2000 — mais aussi sur les opérations à plus d'un mois, où on relève des volumes supérieurs à ceux enregistrés sur le marché des prêts en blanc et sur celui de la pension livrée.

Le marché de la pension livrée a poursuivi sa croissance, les volumes augmentant d'environ 30% d'une année à l'autre, sur la base de l'enquête précitée couvrant l'ensemble de la zone euro. La part des transactions avec des contreparties non résidentes a représenté plus de la moitié des échanges sur ce segment, et ce malgré la persistance d'une certaine fragmentation des marchés de titres dans la zone euro. Trois facteurs ont soutenu l'intégration du marché de la pension : d'une part, la mise en place par les centrales depositaires de liens directs entre elles, multipliant les possibilités techniques de virements transfrontières de titres ; d'autre part, la référence croissante, pour les opérations transfrontières, aux contrats cadres à vocation paneuropéenne, qui a facilité la levée d'incertitudes juridiques dans la rédaction des conventions bilatérales entre établissements ; enfin, la mise en place au sein des établissements de crédit de procédures de postmarché permettant

de traiter plus efficacement ce type d'opérations. Une diminution des écarts de prix a ainsi pu être observée entre les opérations réalisées sur le marché de la pension « en vrac »¹ contre les différents papiers les plus utilisés (dettes publiques française, belge et italienne).

2.1.1.2. Les marchés de titres de créances négociables, obligataires et d'actions bénéficient également d'évolutions structurelles significatives

Principal marché domestique de papier commercial en Europe avec un encours émis atteignant près de 80 milliards d'euros en fin d'année, le marché français des billets de trésorerie a bénéficié à plein, en 2000, des réformes de 1999, dans le contexte très favorable résultant du passage à la monnaie unique². Ces réformes avaient pour but de libéraliser les conditions d'émission et de favoriser l'ouverture européenne et internationale de ce marché. Ainsi, à la fin de l'année 2000, le marché comptait vingt émetteurs ayant leur siège social hors de France, leur part dans l'encours total s'établissant à 28%. Tout en demeurant encore modeste, la part relative des investisseurs étrangers s'est bien développée, passant entre décembre 1999 et décembre 2000 de 3% à 7% des encours de fin d'année.

Outre les éléments en place facilitant l'internationalisation du marché (la notation de nombreuses émissions par des agences internationales, la surveillance du marché assurée conjointement par la Banque de France et la Commission des opérations de Bourse, lui conférant sécurité et transparence...), d'autres évolutions, attendues à horizon d'un à deux ans, devraient favoriser la poursuite de l'intégration du marché des TCN : la modification de la Directive OPCVM ouvrira à ces organismes la possibilité d'investir sans limitation dans des instruments monétaires ; la poursuite des progrès dans la fluidité des opérations de règlement livraison sur l'ensemble de l'Europe devrait développer l'intérêt des souscripteurs non-résidents pour les titres de très courte durée.

Le marché obligataire de la zone euro se caractérise avant tout par la coexistence de onze (douze depuis le 1^{er} janvier 2001) émetteurs souverains. Cependant, l'absence d'une courbe de référence unique des rendements des titres d'État ne semble pas freiner l'intégration du marché obligataire de la zone euro. Deux éléments doivent être soulignés à cet égard :

- le développement des plates-formes de transactions électroniques a franchi une nouvelle étape en 2000. Le modèle « MTS », initialement développé en Italie, s'est ainsi étoffé avec la mise en place en France, en Belgique, aux Pays-Bas et au Portugal de plates-formes servant de support de transaction non seulement sur les titres de référence mais sur l'essentiel, sinon la totalité, de la dette publique des États concernés ;
- le mouvement de consolidation des centrales dépositaires s'est bien engagé, avec, pour ce qui concerne la Place de Paris, le rapprochement entre SICOVAM et EUROCLEAR, effectif début 2001.

Le mouvement de concentration paneuropéenne des infrastructures (systèmes de transaction, de règlement livraison) a concerné également les marchés d'actions. Le rapprochement des bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam au sein d'EURONEXT permettra de mettre en place un circuit unique de transactions depuis la négociation (NSC) jusqu'au règlement livraison (EUROCLEAR), en passant par la compensation (CLEARNET)³. EURONEXT s'appuie sur les

¹ On distingue le compartiment du « vrac » et celui du « spécifique ». Sur le compartiment du vrac, il s'agit de prêter de la liquidité contre titres. La nature du titre est d'importance secondaire. Sur le compartiment du spécifique, il s'agit d'emprunter un titre, aux caractéristiques bien déterminées, contre liquidité. Le marché allemand de la pension est plutôt un marché du « spécifique », tandis que les marchés belge, français et italien sont essentiellement des marchés de « vrac ».

² Voir chapitre 4.4.3. : Les titres de créances négociables.

³ Voir fiche thématique numéro 2.d.

marchés nationaux et offre à l'ensemble de leurs membres un portail unique d'accès à tous les compartiments d'activité qui seront gérés sur une seule plate-forme, NSC.

La constitution de bourses à vocation paneuropéenne répond aux exigences des investisseurs qui cherchent à abaisser les coûts d'intermédiation, et à offrir à leur clientèle des placements européens diversifiés. Ainsi, les principaux intervenants (compagnies d'assurances, sociétés de gestion...) ont d'ores et déjà modifié leur organisation en substituant à la gestion par pays la gestion sectorielle.

2.1.2. Les progrès de la réglementation européenne

L'année 2000 marque une inflexion notable dans la progression du Plan d'action pour les services financiers (PASF), défini à la fin de 1998 par les instances communautaires pour favoriser l'émergence d'un véritable marché intégré des services financiers et des capitaux en Europe. En effet, le Conseil européen de Lisbonne en mars 2000 a insufflé une dynamique nouvelle destinée à accélérer le rythme des réformes en fixant l'horizon 2005 pour l'achèvement de ce plan d'action.

Le PASF cible un certain nombre de priorités d'actions et de mesures spécifiques dans trois domaines jugés stratégiques : l'approfondissement du marché unique des services financiers de gros, une meilleure accessibilité des marchés de détail et le renforcement des règles de surveillance prudentielle. Le Plan se compose de diverses propositions de directives ou d'initiatives lancées par la Commission de façon à amplifier les effets structurants du marché unique des services bancaires ouvert en 1993, de celui des services financiers créé en 1996 et de l'introduction de l'euro en 1999.

Sur une quarantaine d'actions recensées dans le PASF, on retiendra plus particulièrement celles qui ont trait aux établissements financiers (cf. 2.1.2.1.) puis aux services et produits financiers (cf. 2.1.2.2.).

2.1.2.1. Évolutions concernant les établissements financiers

Les acteurs des marchés financiers font l'objet de plusieurs projets de réforme, visant à renforcer l'harmonisation des conditions de leur action pour continuer à favoriser les opérations transfrontalières.

L'assainissement et la liquidation des établissements de crédit

Ce texte avait été présenté pour la première fois par la Commission en janvier 1986, puis modifié l'année suivante, mais était demeuré en suspens. L'examen de cette proposition a repris en novembre 1999. Le Conseil a adopté une position commune en juillet 2000 et le texte, soumis à codécision, est actuellement en cours de finalisation avec le Parlement européen.

La directive vise principalement à assurer la reconnaissance mutuelle des mesures d'assainissement et des procédures de liquidation partout dans la Communauté où de telles mesures et procédures sont applicables conformément à la législation de l'État membre du pays d'origine. La directive permettra la liquidation d'un établissement de crédit par les autorités administratives et judiciaires de l'État membre d'origine avec reconnaissance mutuelle de ce type de décision à l'échelon communautaire, selon un principe d'unicité et d'universalité.

Elle introduit des dispositions visant à protéger les créanciers dont le domicile est situé dans un État membre autre que l'État membre d'origine et instaure des procédures d'information entre les autorités des États membres concernés. Par exception au principe général du texte, qui fait prévaloir la législation de l'État d'origine relative à l'insolvabilité, la position commune amendée

par le Parlement devrait faire prévaloir l'application de la loi du contrat pour les conventions de mise en pension (« *repurchase agreements* »), de compensation et de novation (« *netting agreements* »), ainsi que pour les transactions sur les marchés réglementés.

L'élaboration d'une surveillance prudentielle adéquate des conglomérats financiers

La nécessité d'une action en ce domaine a été plus particulièrement ressentie compte tenu des développements économiques favorisant la globalisation des marchés et l'émergence d'acteurs majeurs impliqués dans les différents secteurs financiers (banque, finance, assurance), voire opérant ou non de façon transfrontalière. L'Union européenne souhaite ainsi adapter son cadre législatif de façon à renforcer le suivi prudentiel des grands groupes financiers, y compris en modifiant les conditions de la coopération des autorités nationales de supervision lorsque les groupes sont implantés de façon transnationale. Le PASF a fixé l'échéance de début 2001 pour l'élaboration par la Commission d'une proposition de directive sur ce sujet. La Commission s'est appuyée sur les constats et recommandations rendus en octobre 2000 par le Groupe technique mixte sur la surveillance prudentielle des conglomérats financiers, qui rassemble des représentants du Comité consultatif bancaire, du Comité des assurances et du Comité des valeurs mobilières. Celui-ci avait à effectuer une revue (inachevée à ce jour) des groupes aujourd'hui concernés et de la réglementation sectorielle qui leur est applicable. Il a formulé des propositions en vue de donner une définition d'un conglomérat financier et de créer le cadre « transsectoriel » de la surveillance prudentielle complémentaire de ces groupes, dont s'est inspirée la Commission pour proposer une directive aux États membres.

2.1.2.2. Évolutions concernant les services et les produits

Le PASF contient un grand nombre de propositions visant à adapter la législation existante aux nouvelles conditions de fourniture des services et des produits financiers en Europe, compte tenu notamment de l'impact des nouvelles technologies.

La promotion du commerce électronique

La Commission avait déposé fin 1998 une proposition de directive relative à certains aspects juridiques du commerce électronique dans le marché intérieur. Ce texte, adopté le 8 juin 2000, fixe un cadre général et non simplement bancaire, et a pour objectif de stimuler la croissance économique en levant les obstacles juridiques qui peuvent exister dans le domaine de la fourniture en ligne des services de commerce électronique.

La directive harmonise les définitions de « service en ligne », de « prestataire de service en ligne » ou encore de « destinataire » de ces services et de « communication commerciale », de façon à promouvoir une égalité des conditions d'accès et d'exercice de ces activités au sein de la Communauté. En effet, ce texte reconnaît, par principe, la validité de la prestation en ligne au sein de l'ensemble de l'espace européen sur la base d'une implantation dans l'un des États membres, conforme à la législation qui y est en vigueur. Les États membres ne peuvent soumettre la prestation de services en ligne à un régime d'autorisation préalable. La directive prévoit un certain nombre d'informations obligatoires que les prestataires en ligne devront afficher clairement à leurs clients, afin notamment de faciliter leur identification correcte par l'internaute. Surtout, si le prestataire fournit des services eux-mêmes réglementés, il devra indiquer sur son site plusieurs informations relatives à son autorisation d'exercer, à l'autorité qui le contrôle, à l'organisme professionnel auprès duquel il est inscrit, ainsi que les règles professionnelles applicables dans l'État membre où il est établi. Hormis quelques cas très spécifiques, la directive affirme la validité de la conclusion de contrats en ligne.

Le renforcement de la protection des consommateurs dans le cadre des prestations de services financiers à distance

La Commission a présenté fin 1998 une proposition de directive visant à compléter la directive 97/7 concernant la protection des consommateurs en matière de contrats à distance, du champ de laquelle avaient été exclus les contrats de services financiers compte tenu de leur nature spécifique.

Ce texte a vocation à s'appliquer aux services financiers de détail (les services bancaires, les services d'assurance et les services d'investissement) négociés à distance (par exemple par téléphone, télécopie ou Internet), c'est-à-dire sans qu'il y ait présence physique et simultanée des parties au contrat. La proposition de directive accorde au consommateur un droit de réflexion avant que celui-ci ne conclue un contrat avec le fournisseur. Ce dernier est donc tenu de transmettre au consommateur, par écrit ou sur un support durable (par exemple sur disquette informatique, CD-ROM ou courrier électronique), un projet de contrat qui inclut l'ensemble des conditions contractuelles, ainsi que des informations préalables. Le consommateur dispose également d'un droit de rétractation dans certaines conditions.

Afin d'empêcher des manœuvres spéculatives, les droits de réflexion et de rétractation sont exclus pour les services dont le prix est susceptible de varier en fonction des cours des marchés financiers (par exemple le marché des valeurs mobilières).

D'une façon analogue aux dispositions de la directive 97/7/CE, la proposition de directive interdit la fourniture de services sans requête explicite et valable du consommateur.

Le consentement préalable du consommateur est également requis pour l'utilisation des systèmes de communication à distance automatisés sans intervention humaine, tels que les télécopies. Les États membres devront veiller à la mise en place des procédures (judiciaires, administratives ou extrajudiciaires) adéquates et efficaces de réclamation et de recours afin de régler les litiges éventuels entre fournisseurs et consommateurs.

Ce texte pourrait faire l'objet d'un accord politique au Conseil en 2001.

Un statut pour les émetteurs de monnaie électronique

Les deux directives relatives à l'émission de monnaie électronique, l'une modifiant la directive bancaire codifiée pour donner aux établissements de monnaie électronique le statut d'établissement de crédit, et l'autre définissant les établissements de monnaie électronique et précisant les modalités d'exercice de leur activité, ont été adoptées le 18 septembre 2000. Cette activité est désormais encadrée et réservée à des établissements agréés en qualité d'établissement de crédit. Leur capital minimum ne pourra être inférieur à un million d'euros. La monnaie électronique est définie comme une créance sur l'émetteur. Sa remboursabilité doit être fixée au pair, et précisée par le contrat. Les établissements de monnaie électronique sont soumis à réserves obligatoires ainsi qu'à un devoir d'information sur leurs encours vis-à-vis de la Banque centrale européenne. Une clause d'exemption permet aux États membres, sur examen, d'accorder des dérogations à l'application de tout ou partie des obligations posées par la directive.

Réforme de la directive sur les services d'investissement de 1993

La Commission a publié en novembre 2000 une communication sur la modernisation de la Directive sur les services d'investissement. Elle vise ainsi à recueillir les observations des professionnels et des autorités sur la question de la modernisation de ce texte, en vigueur depuis cinq ans, afin de l'adapter aux changements profonds que connaissent les marchés financiers

européens. La communication est centrée sur deux domaines principaux : l'amélioration du fonctionnement du passeport européen pour les entreprises d'investissement de façon à favoriser l'exercice d'opérations transfrontalières ; l'adaptation des règles relatives à la passation des ordres sur les marchés réglementés, afin de faciliter, d'une part, leur transparence pour les investisseurs et les entreprises d'investissement étrangers et, d'autre part, pour laisser émerger des marchés nouveaux fondés sur l'emploi de nouvelles technologies (*Alternative trading systems* par exemple).

2.1.3. Harmonisation de la fiscalité de l'épargne

Le thème de l'harmonisation fiscale a été régulièrement évoqué depuis l'adoption de l'Acte unique en 1986 qui prévoyait l'élimination des barrières fiscales dans la perspective de l'achèvement du marché unique européen. L'introduction de l'euro qui contribue à fluidifier les échanges et parfaire l'intégration économique et financière au sein de l'UEM, renforce encore la nécessité d'harmoniser les fiscalités en Europe ou tout au moins d'assurer une meilleure coordination des politiques fiscales, notamment en matière d'épargne.

Les nécessités d'une coopération plus étroite

Une réforme visant à assurer une harmonisation des fiscalités de l'épargne des pays membres de l'Union s'impose pour plusieurs raisons :

- elle constitue un facteur important en vue de l'achèvement du marché unique de services financiers, car elle représente un gage de concurrence équilibrée sur la base de la qualité des services offerts par les intermédiaires financiers aux consommateurs européens et non au travers de niches fiscales ;
- elle permet notamment d'écarter les risques de concurrence déloyale entre états aux fins d'attirer les flux de capitaux, qui présentent nécessairement le risque de reporter sur la fiscalité du travail les avantages fiscaux accordés aux détenteurs du capital, facteur le plus mobile ;
- elle constitue une première avancée d'un projet plus vaste devant permettre une harmonisation de la fiscalité des sociétés et des flux d'intérêts transfrontaliers ;
- enfin, elle ouvre la perspective de négociations avec les principaux pays tiers afin d'étendre un principe de coordination et de coopération à nos partenaires extra-européens.

Les étapes du processus

Corollaire de la signature de l'Acte unique européen de 1986, la Commission proposa dès 1989 (projet Scrivener) d'instaurer un régime unique de retenue à la source. Mais tout accord fiscal requérant un vote à l'unanimité, aucun accord ne fut trouvé à l'époque. La perspective de l'introduction de l'euro relança les projets d'harmonisation fiscale et en décembre 1997, le Conseil Ecofin réaffirma la nécessité d'éviter une concurrence fiscale préjudiciable aux États membres par l'adoption d'une réglementation destinée à garantir un minimum d'imposition des revenus de l'épargne à l'intérieur de la Communauté. Cela se justifie d'autant plus que des différences importantes dans l'imposition des revenus de l'épargne et notamment des intérêts obligataires subsistent (cf. tableau).

**COMPARAISON DE L'IMPOSITION DES INTÉRÊTS OBLIGATAIRES
DANS DIFFÉRENTS PAYS DE L'UNION EUROPÉENNE (1)**

(en pourcentage)

	France	Allemagne	Belgique	Italie	Royaume-Uni
Prélèvement libératoire	sur option	non	de principe	obligatoire	non
Taux	25		15	12,5	
Intégration dans le revenu global	de principe	obligatoire	sur option	non	obligatoire
Abattement par personne	non	3 160 euros	non		
Retenue à la source	non	31,65	15		20
Imposition des non-résidents	non	non	non	oui	oui

(1) Ce tableau présente des taux courants d'imposition et n'incorpore pas certaines exceptions ou des taux marginaux qui peuvent être dans certains cas plus élevés.

Source : Rapport d'information n° 1537, Assemblée Nationale, 1999

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

Le Conseil Ecofin s'est finalement accordé en novembre 2000 sur un certain nombre de principes concernant les revenus de l'épargne perçus sous forme d'intérêts par les non-résidents, traduisant une avancée de la coopération fiscale plus que de l'harmonisation. C'est un des volets du « paquet fiscal » discuté au Conseil européen de Feira de juin 2000 qui recouvre également le code de conduite en matière de fiscalité des entreprises et l'imposition des intérêts et redevances pour les sociétés transfrontalières. Cet accord, repris dans le traité de Nice, doit conduire à la rédaction d'une directive qui devra être ratifiée à l'unanimité des États d'ici au 31 décembre 2002 puisque le principe de l'unanimité de décision sur les questions fiscales n'a pas été remis en cause par le traité de Nice. Le secret bancaire n'est pas non plus abrogé, mais l'accord le contourne en imposant une obligation d'échanges d'informations entre administrations fiscales, qui devrait contribuer à la lutte contre la fraude fiscale.

Le projet de directive négocié par les États membres de l'Union européenne vise à garantir un minimum d'imposition effective des revenus de l'épargne au sein de la Communauté. Il ne porte que sur les personnes physiques dont la résidence fiscale est située dans un État membre autre que celui sur le territoire duquel est situé l'agent payeur par l'intermédiaire duquel elles perçoivent des revenus d'épargne sous forme d'intérêts⁴.

Ce projet présente les caractéristiques suivantes :

- l'engagement des États membres de procéder à de l'échange d'informations entre administrations fiscales à compter de la date d'entrée en vigueur de la directive, l'Autriche, la Belgique et le Luxembourg ne pratiquant ce système d'échange d'informations qu'à l'expiration d'une période de transition de sept ans après la date d'entrée en vigueur de la directive, soit en 2010, période au cours de laquelle ils appliqueront une retenue à la source ;

⁴ Les revenus d'intérêts ainsi concernés incluent les intérêts de titres de créance, tels que les revenus d'obligations domestiques ou internationales, les intérêts courus, les intérêts capitalisés, les obligations à coupon zéro ainsi que les revenus de fonds mutuels correspondants pour autant que ces titres aient été émis après le 1^{er} mars 2001. Les dividendes sur action en sont donc exclus.

- la fixation d'un taux de retenue à la source de 15% au cours des trois premières années de la période de transition, c'est-à-dire jusqu'au 31 décembre 2005, puis de 20% jusqu'à la fin de la période de transition ;
- pendant la période de transition, 75% des recettes fiscales générées par l'application dans l'État de l'agent payeur du système de la retenue à la source sont transférés à l'État membre de résidence de l'investisseur personne physique.

Néanmoins, l'application de cette directive est subordonnée à une condition d'ores et déjà délicate à remplir : l'engagement des pays tiers disposant de places financières importantes (tels la Suisse, les États-Unis ou les paradis fiscaux situés en Europe comme Monaco, le Liechtenstein Andorre, ou San Marin) de souscrire aux principes du texte et de promouvoir l'adoption de mesures équivalentes à celles de la directive. De même, les États de l'Union se sont engagés à faire adopter des dispositions conformes à la directive dans les entités relevant de leur autorité : Îles anglo-normandes, Île de Man ou les territoires dépendants ou associés des Caraïbes. Des discussions ont déjà été engagées dans ce sens.

L'accord obtenu prévoit en outre la disparition, au plus tard le 1^{er} janvier 2003, des 66 mesures considérées comme « dommageables » recensées dans l'Union en matière de fiscalité des entreprises et considérées comme un facteur de délocalisation des activités au sein de l'Union européenne.

2.1.4. Convergence des systèmes bancaires et financiers

Depuis que le Marché unique, défini dans l'Acte unique de 1987, est entré en vigueur pour les services bancaires le 1^{er} janvier 1993 et pour les services d'investissement le 1^{er} janvier 1996, les établissements bancaires et financiers de l'Union européenne exercent leurs activités dans le cadre de réglementations harmonisées pour l'accès à la profession, le fonctionnement des établissements, les normes comptables et prudentielles ou la protection de la clientèle. Par ailleurs, les autorités bancaires nationales participent aux instances internationales de coordination de la réglementation et de la surveillance bancaire et entretiennent des relations de coopération bilatérales. Enfin, depuis le 1^{er} janvier 1999, l'unicité des conditions monétaires parachève le cadre institutionnel de la convergence.

L'accélération du processus de concentration s'inscrit dans un mouvement d'intégration des structures bancaires nationales à un niveau européen

Sous l'effet de l'intégration européenne et de facteurs tels que la déréglementation des marchés de capitaux ou les innovations technologiques et financières, les systèmes bancaires nationaux de l'Union ont progressivement mis en œuvre les règles communes de la concurrence. Pour conserver ou accroître leurs parts de marché, les établissements doivent ainsi améliorer leur compétitivité et leur rentabilité, ce qui les conduit à engager des opérations de réorganisation et de restructuration afin de réaliser des économies d'échelle ou de réorienter leurs activités.

Un mouvement de concentration s'est ainsi développé dans tous les pays européens. La plupart des opérations conservent une dimension nationale, les intervenants cherchant à accroître leur part de marché dans leur pays d'origine avant d'envisager des opérations transfrontières. On assiste cependant au développement de rapprochements transnationaux (rachat par le groupe HSBC du CCF, de BankAustria par HypoVereinsbank). Surtout, les prises de participation minoritaire ou la mise en œuvre d'accords de partenariat, y compris avec de nouveaux intervenants non bancaires plus spécialement orientés vers la bourse électronique, se sont multipliées ces dernières années.

Le mouvement d'internationalisation des systèmes bancaires et financiers se poursuit par ailleurs. La présence étrangère est prépondérante au Royaume-Uni et au Luxembourg, et importante en France et en Allemagne. Il s'agit principalement d'implantations d'origine européenne, à l'exception toutefois du Royaume-Uni où la présence des pays non européens, traditionnellement forte, reste majoritaire. En France, alors que la tendance est à une diminution du nombre total des banques commerciales (339 à fin 2000 contre 409 au 1^{er} janvier 1993), la part du nombre des banques sous contrôle étranger est devenue majoritaire ces deux dernières années (181 en 1999 et 195 en 2000) et, parmi celles-ci, la prédominance des banques européennes est significative (110 en 1999 et 125 en 2000).

En ce qui concerne l'activité des systèmes bancaires de la zone euro, le mouvement de convergence se poursuit en dépit de certaines spécificités

L'unification est déjà pratiquement achevée pour les activités de marché. La libéralisation des mouvements de capitaux a nécessité un effort important d'adaptation des produits comme des techniques. La segmentation nationale des marchés et les spécificités d'organisation et de réglementation sont désormais moins marquées et l'unification monétaire a contribué à parachever le processus d'intégration.

S'agissant des services bancaires aux grandes entreprises, l'unification est également très avancée (notamment dans le domaine du conseil et du financement) même si ces opérations sont peu standardisées et doivent être adaptées à la situation particulière d'un nombre limité de clients.

Les marchés de clientèle de petites et moyennes entreprises et de particuliers restent davantage marqués par une segmentation nationale. Néanmoins, le processus d'intégration semble devoir s'accélérer. L'achèvement de la mise en place de la monnaie unique en 2002 pour l'ensemble des transactions conduira à soumettre à une plus grande ouverture les activités bancaires de détail, même si, pour l'instant, certains domaines ne sont que partiellement harmonisés (règles de protection des consommateurs, interbancaire).

Plus généralement, les développements récents de nouveaux types d'offre bancaire (utilisant principalement la technologie de l'Internet) facilitent l'entrée de nouveaux acteurs sur les marchés bancaires nationaux.

La convergence économique des différents pays s'est traduite par la poursuite de l'harmonisation du niveau de rentabilité des systèmes bancaires européens

L'homogénéisation des conditions d'exercice des activités bancaires et financières en Europe s'est illustrée ces dernières années par une convergence de la rentabilité d'exploitation des systèmes bancaires européens. La publication des résultats 2000 par les grandes banques européennes confirme cette tendance et traduit les rapprochements en matière de communication institutionnelle.

L'évolution est particulièrement nette pour les banques françaises, qui ont conforté leurs résultats en 2000. Les plus performantes d'entre elles affichent un coefficient de rentabilité sur fonds propres proche ou supérieur à 20%, ce qui leur permet désormais de rejoindre les meilleurs niveaux internationaux en la matière. Ces bons résultats ont reposé sur une activité dynamique dans tous les métiers : la banque de détail a bénéficié d'une forte demande de crédits tandis que les activités de marché, malgré la volatilité de la Bourse, ont été soutenues par un fort volume de transactions. Par ailleurs, la qualité satisfaisante des risques a permis de maintenir à un niveau bas les dotations aux comptes de provisions. Enfin, les établissements de crédit français ont recueilli le fruit des efforts engagés depuis plusieurs années pour maîtriser leurs coûts et mieux gérer leurs risques.

L'obtention d'un niveau satisfaisant de résultats est devenue désormais un objectif prioritaire pour tous les acteurs bancaires en Europe. Aussi, les disparités entre les pays tendent-elles à s'estomper à la faveur des efforts de restructuration réalisés dans un environnement économique porteur.

2.2. Le tableau des financements et des placements de la zone euro ⁵

Dans son bulletin mensuel du mois de mai, la Banque centrale européenne a publié pour la première fois des données trimestrielles financières, concernant la zone euro et établies selon les principes du Système européen des comptes nationaux (SEC95).

Les statistiques sont disponibles à partir du quatrième trimestre de 1997 et sont présentées dans un tableau appelé « Tableau des financements et des placements (TFP) ». Ce nom est également celui donné à un tableau présentant les statistiques françaises et qui a inspiré les statisticiens de la Banque centrale européenne.

Elles décrivent les patrimoines financiers (encours) détenus par les agents non financiers (administrations publiques, sociétés non financières et ménages y compris institutions sans but lucratif au service des ménages) et leurs évolutions (flux).

Plus précisément, le TFP européen, tout comme son homologue français, mesure les activités de financement et de placement des agents non financiers en les ventilant selon les grandes catégories de passifs et d'actifs financiers définis dans le SEC95, à l'exclusion principalement des produits dérivés et des actions non cotées.

De cette première publication plusieurs enseignements peuvent être tirés.

Tout d'abord, en terme de structure (cf. graphique), les titres, y compris les actions cotées représentaient, à la mi-2000, près de la moitié des 14 535 milliards d'euros d'actifs financiers détenus par des agents non financiers ⁶. Un tiers est constitué de dépôts ou de monnaie fiduciaire et plus de 20% de produits d'assurance.

Du côté des financements, les titres représentaient, à la même date, plus de la moitié des 15 526 milliards d'euros de ressources obtenus par les agents non financiers.

Grâce à ces données, il est également possible de calculer un agrégat d'endettement, c'est-à-dire l'ensemble des financements dont on exclut les actions cotées. Ainsi défini, l'endettement atteint 180% du PIB de la zone euro, niveau comparable à ce qui est observé aux États-Unis.

Si on s'attache maintenant à l'évolution trimestrielle depuis 1998 de ces différentes mesures, on en tire diverses observations.

Les financements ont progressé à un rythme stable, voisin de 6%. La décélération dans les administrations publiques se manifeste par une réduction des utilisations de crédits. Le mouvement

⁵ Cette brève présentation s'appuie sur l'article publié par la Banque centrale européenne dans son bulletin mensuel de mai 2001. On se référera utilement à celui-ci pour de plus amples détails.

⁶ On notera que ces statistiques n'intègrent pas les données du Luxembourg et de l'Irlande qui ne sont pas encore en mesure de fournir les informations requises.

a été contrebalancé par une demande de financement plus dynamique des ménages et des sociétés non financières, en phase avec l'activité économique.

Le taux de croissance des placements, en glissement annuel, se situe entre 6% et 7%. Le TFP européen permet également de constater que l'agrégat monétaire de référence M3 ne représente qu'un tiers environ de l'ensemble des placements financiers justifiant ainsi, pleinement, le recours à un outil tel que le TFP pour apprécier les évolutions monétaires et financières de la zone.

D'un point de vue économique, il apparaît que les agents non financiers ont eu tendance à délaisser les placements de type monétaires au profit des produits de long terme. Ce mouvement peut s'expliquer par les bonnes performances des marchés boursiers sur la période considérée et par la nécessité ressentie par les ménages de se garantir des ressources complémentaires au moment de la retraite, en bénéficiant, dans certains cas, d'une fiscalité incitative.

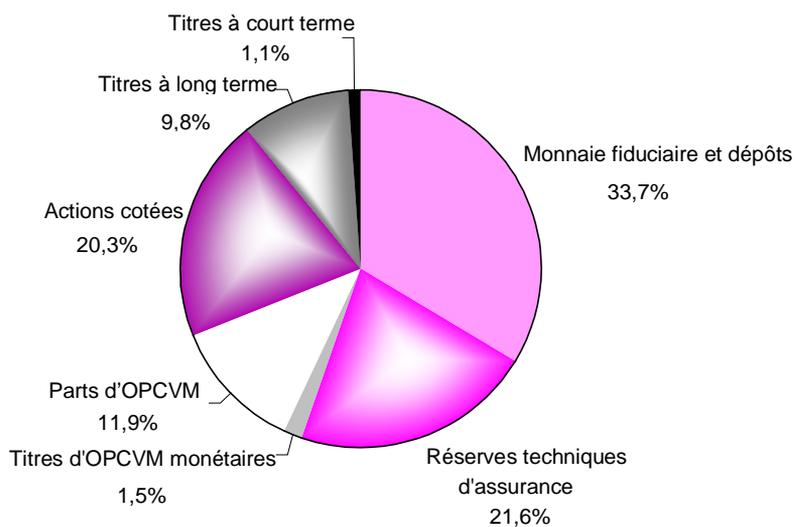
Le Tableau des financements et des placements de la zone euro sera dorénavant publié chaque trimestre dans le bulletin mensuel de la Banque centrale européenne et permettra de juger des évolutions conjoncturelles monétaires et financières, d'autant mieux que son délai de publication devrait être réduit.

PLACEMENTS ET FINANCEMENTS DES AGENTS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO À LA MI-2000 (1)					
<i>(encours en milliards d'euros)</i>					
Placements	Encours	Pourcentage	Financements	Encours	Pourcentage
Monnaie fiduciaire et dépôts	4 897	33,7	Crédits obtenus	6 951	44,8
<i>Monnaie fiduciaire</i>	341	2,3	<i>Auprès des IFM de la zone euro</i>	6 261	40,3
<i>Dépôts</i>	4 556	31,3	<i>D'autres sociétés financières</i>	690	4,4
Titres autres que des actions	1 592	11,0	Crédits accordés	6 951	44,8
Actions	4 908	33,8	<i>Aux administrations publiques</i>	885	5,7
<i>Actions cotées</i>	2 952	20,3	<i>Sociétés non financières</i>	2 994	19,3
<i>Parts d'OPCVM</i>	1 956	13,5	<i>Ménages</i>	3 072	19,8
Réserves techniques d'assurances	3 138	21,6	Titres autres que des actions	4 003	25,8
<i>Droits nets des ménages sur les Réserves techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension</i>	2 829	19,5	<i>Administrations publiques</i>	3 600	23,2
<i>Provisions pour primes et provisions pour sinistres</i>	309	2,1	<i>Sociétés non financières</i>	403	2,6
Total	14 535	100,0	Actions cotées	4 157	26,8
			(émises par les sociétés non financières)		
			Dépôts		
			(reçus par les administrations centrales)	148	1,0
			Réserves pour fonds de pension des sociétés non financières	267	1,7
			Total	15 526	100,0

(1) Le tableau présenté ci-dessus est une version simplifiée de celui que publie la BCE. Dans sa version complète, ce tableau fournit une ventilation de certaines opérations suivant leur terme (court/long).
Source : Banque centrale européenne
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

PLACEMENTS FINANCIERS DES AGENTS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO À LA MI-2000

(encours des principales composantes, en pourcentage du total)

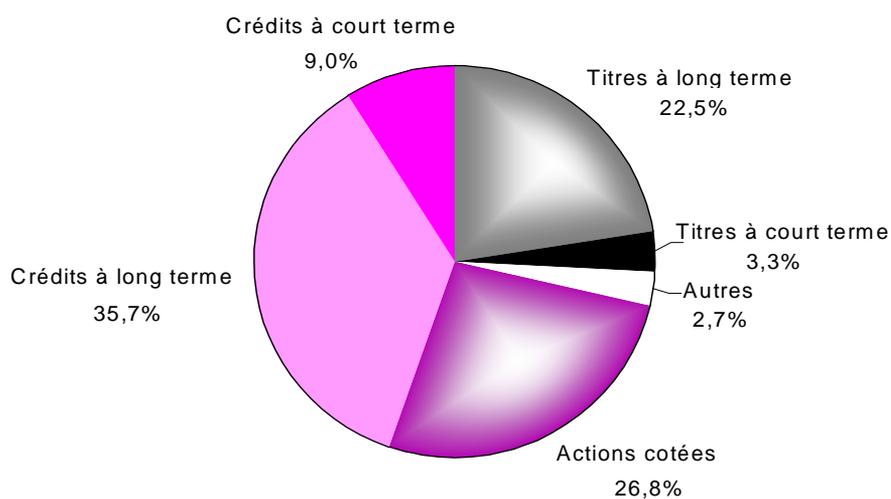


Source : Banque centrale européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

FINANCEMENT DES AGENTS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO À LA MI-2000

(encours des principales composantes, en pourcentage du total)



Source : Banque centrale européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Encadré : l'entrée de la Grèce dans la zone euro

Le 9 mars 2000, la Grèce a présenté officiellement une demande de réexamen de sa situation au regard des critères de convergence. Les rapports de la Commission européenne et de la BCE, adoptés respectivement les 3 mai et 27 avril, ont constaté que la Grèce respectait les conditions nécessaires pour entrer dans la zone euro. En outre, la législation nationale de la Grèce, y compris les statuts de sa Banque centrale nationale, était compatible avec les articles 108 et 109 du Traité, et avec les statuts du SEBC.

La Commission a proposé le 8 mai d'abroger, à compter du 1^{er} janvier 2001, la dérogation qui était appliquée à la Grèce. Après l'avis positif rendu par le Parlement européen sur la proposition de la Commission (18 mai), et après la discussion qu'a tenue le Conseil européen, réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement le 19 juin 2000 à Santa Maria da Feira, le Conseil ECOFIN⁷ a décidé le 19 juin de lever la dérogation dont la Grèce faisait l'objet, avec effet au 1^{er} janvier 2001 ; le Conseil ECOFIN a également adopté le 19 juin un règlement fixant le taux de conversion irrévocable entre la drachme grecque et l'euro à 340,750 drachmes grecques pour un euro.

Conséquences pratiques de l'entrée de la Grèce en Union monétaire

Le Gouverneur de la Banque centrale de Grèce est membre, depuis le 1^{er} janvier 2001, de l'instance suprême de décision de la BCE, le Conseil des gouverneurs. On notera que le gouverneur de la Banque de Grèce était convié, depuis le 6 juillet 2000, à assister aux réunions du Conseil.

La Banque de Grèce a progressivement adopté, au cours de l'année 2000, le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème : le 28 décembre 2000, les taux directeurs grecs ont notamment été ramenés au niveau du taux principal de refinancement de l'Eurosystème, et la liste des actifs grecs admis en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème a été mise à jour.

Les efforts de la Banque de Grèce ont aussi porté sur l'intégration d'Hermès, le système grec de paiement à règlement brut en temps réel, au système européen Target, et sur la mise en conformité des dispositifs comptable, statistique et informatique.

La Grèce procédera à l'introduction des billets et pièces en euros en même temps que les onze autres pays de la zone, le 1^{er} janvier 2002, et la Banque de Grèce a été autorisée par le Conseil des gouverneurs de la BCE à participer à la fabrication des billets en euros.

La Banque de Grèce a procédé le 2 janvier 2001 au versement de la part non libérée (soit 95%) des 102,82 millions d'euros, représentatifs de sa part de 2,0564% dans le capital de la BCE. Elle a transféré à la même date sa contribution aux avoirs de réserve de change et d'or de la BCE.

Le ministre des finances de Grèce participe aux réunions de l'Eurogroupe (groupe des douze ministres des finances de la zone euro).

⁷ Conseil des ministres de l'Économie et des finances de l'Union européenne. Pour la « première vague », en 1998, la décision revenait au Conseil réuni au niveau des Chefs d'État ou de gouvernement.

Encadré : les décisions de Lisbonne sur l'Europe financière

Le Conseil européen, réuni à Lisbonne les 23 et 24 mars 2000, a assigné à l'Union européenne l'objectif stratégique de devenir dans la prochaine décennie l'économie la plus compétitive et la plus dynamique du monde. La stratégie globale formulée à cette fin prévoit notamment l'accélération des réformes structurelles pour renforcer la compétitivité et l'innovation, ainsi que l'achèvement du marché intérieur.

Dans ce cadre, la régulation des marchés de capitaux constitue un enjeu important, à un double titre : d'une part, des marchés financiers efficaces et transparents favorisent la croissance et l'emploi en permettant une meilleure allocation des capitaux à un moindre coût ; d'autre part, il est nécessaire d'exploiter le potentiel que représentent l'introduction de l'euro et les changements structurels qui en découlent pour le mouvement d'intégration des marchés financiers européens.

À cette fin, les conclusions du Conseil de Lisbonne proposaient donc les mesures suivantes :

- définir un calendrier rigoureux, de manière à ce que le plan d'action pour les services financiers soit mis en œuvre d'ici à 2005, au moins dans ses aspects prioritaires (mettre au point un « passeport unique » pour les émetteurs, améliorer la comparabilité des états financiers des sociétés, intensifier la coopération entre les organismes de réglementation des marchés financiers, supprimer les obstacles à l'investissement dans les fonds de pension...)* ;
- assurer d'ici à 2003 la pleine application du plan d'action relatif au capital-risque ;*
- accomplir des progrès rapides sur les propositions de directives existantes relatives aux offres publiques d'achat et à l'assainissement et à la liquidation des établissements de crédit et des sociétés d'assurance ;*
- régler le dossier, encore en suspens, du paquet fiscal.*

À la suite du sommet de Lisbonne, des progrès significatifs ont été rapidement enregistrés, avec l'adoption de certaines directives (commerce électronique, monnaie électronique) ou de positions communes qui ont fait l'objet d'un accord politique dans le cadre du plan d'action sur les services financiers (assainissement et liquidation des établissements de crédit et des entreprises d'assurance, offres publiques d'achat). En revanche, le Conseil européen de Feira, les 19 et 20 juin 2000, a demandé au Conseil Ecofin et au Parlement d'accélérer les travaux contre le blanchiment de l'argent et sur la directive OPCVM, et à la Commission de prendre des initiatives sur différents sujets (« passeport unique » des émetteurs de capitaux dans l'UE, communication financière des sociétés cotées et vente de services financiers à distance).

Par ailleurs, le 17 juillet 2000, le Conseil ECOFIN a donné mandat à un comité des sages de faire des propositions sur les modalités de mise en œuvre pratique de la réglementation communautaire dans les domaines identifiés par le plan d'action et l'adaptation aux évolutions actuelles de la coopération entre régulateurs. Ce comité, présidé par M. Lamfalussy, a remis son rapport définitif en mars 2001. Ses conclusions ont été approuvées par le Conseil européen à Stockholm, les 23 et 24 mars 2001.

Fiche thématique

n° 2.a.

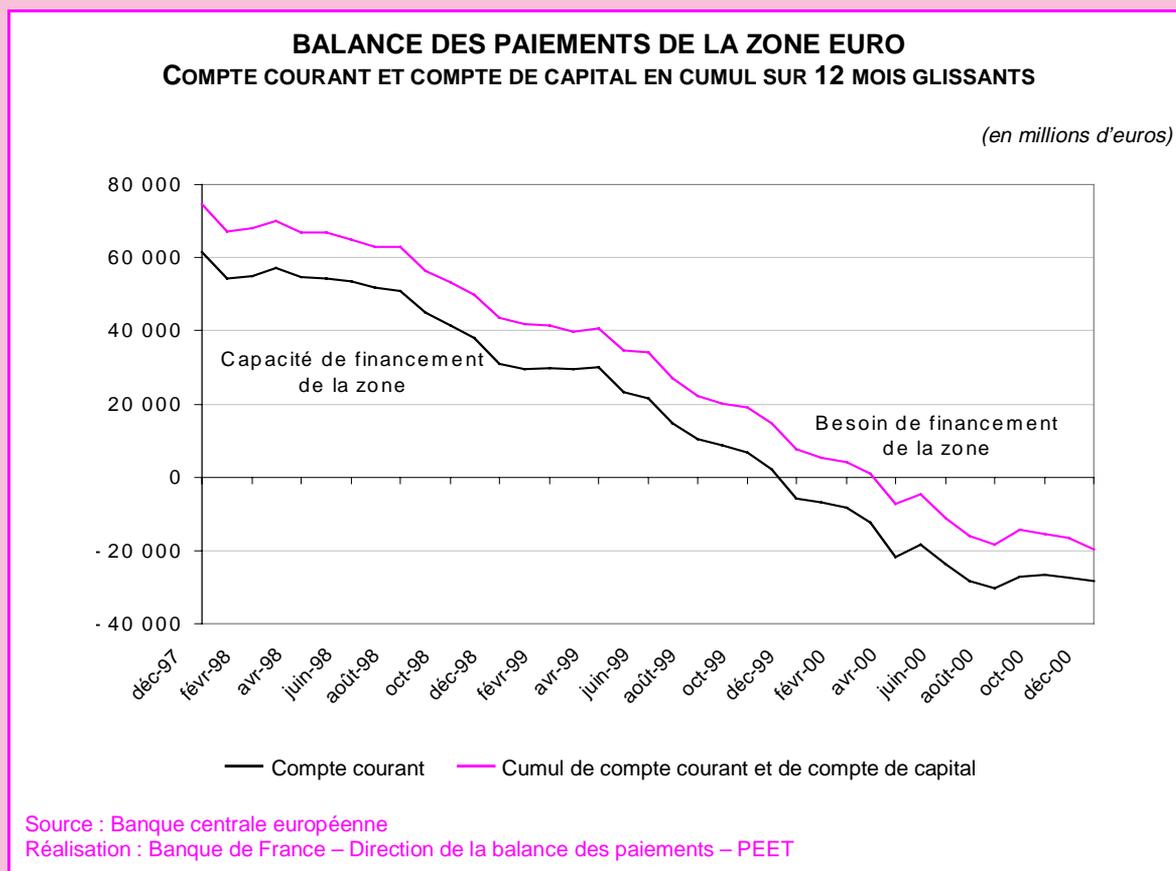
BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIURE DE LA ZONE EURO

La croissance économique mondiale, qui s'était accélérée au printemps et à l'été 1999, est restée soutenue sur la plus grande partie de l'année 2000. Toutes les grandes zones géographiques ont contribué à cette croissance, qui a toutefois été particulièrement dynamique aux États-Unis, pour la neuvième année consécutive, en Asie de l'Est et dans la zone euro. L'augmentation générale de l'activité et de la demande a conduit à une vigoureuse reprise du commerce international en volume, mais également à une poursuite de la hausse des cours du pétrole, qui s'est ensuite diffusée, de façon atténuée, aux prix des biens échangés sur les marchés internationaux. La montée des prix de l'énergie a pesé sur la balance commerciale des pays importateurs, freinant l'expansion de la demande dans la zone euro à partir du troisième trimestre et renforçant les déséquilibres externes engendrés par une décennie de croissance non maîtrisée aux États-Unis.

Dans ce contexte, les échanges extérieurs de la zone euro ont vivement progressé en 2000, les exportations et les importations de biens et services augmentant respectivement de 17,4% et 21,3%. En valeur CAF, les seules importations de biens ont connu une progression de 210 milliards d'euros par rapport à l'année précédente, soit 27%, dont près du tiers provient de la hausse des achats de produits énergétiques sous l'effet du renchérissement du prix du pétrole et de l'appréciation du dollar face à l'euro. La faiblesse de l'euro est aussi en partie à l'origine de la hausse des importations de biens d'équipement en valeur (62,5 milliards, soit + 20,3%), mais celle-ci doit d'abord être reliée à la forte croissance de l'investissement productif dans la zone euro. De leur côté, les exportations de biens se sont accrues de 171,8 milliards d'euros (+ 20,7%). Il semble que les gains de compétitivité-prix, conjugués à l'expansion de la demande mondiale, aient joué un rôle déterminant dans cette hausse, qui tiendrait essentiellement à une progression des volumes exportés. L'évolution des indices de valeur unitaire à l'exportation montre toutefois que la dégradation des termes de l'échange consécutive aux variations de change a été en partie compensée par un desserrement des marges et une hausse des prix des exportateurs. En données FAB-FAB, le solde des biens inscrit en balance des paiements se replie finalement de 23,6 milliards d'euros en un an, revenant à 59,8 milliards. Pour leur part, les échanges de services n'accusent qu'un léger accroissement de leur déficit, à 13,5 milliards d'euros.

Contrairement au solde des biens et services, le solde des revenus s'est nettement redressé en 2000, à – 24,7 milliards d'euros, contre – 32,4 milliards en 1999, l'appréciation du dollar et la vigueur de la croissance mondiale ayant contribué à une hausse des revenus des investissements

européens à l'étranger exprimés en euros. Au total, compte tenu d'un alourdissement de 4,9 milliards des transferts courants nets vers l'étranger, principalement au profit des institutions communautaires, le déficit du compte de transactions courantes s'est accru de plus de 20 milliards d'euros en 2000, à - 28,3 milliards (soit - 0,4% du PIB), contre - 5,8 milliards en 1999 (- 0,1% du PIB).



Malgré le recul du solde des échanges de biens et services en valeur, les échanges en volume sont, à eux seuls, à l'origine de l'accélération de la croissance de la zone euro en 2000. Les comptes de la zone euro attestent ainsi que les échanges extérieurs ont contribué positivement de 0,5 point à la croissance en 2000, alors qu'ils avaient apporté une contribution négative de 0,4 point à celle-ci en 1999, la croissance du PIB de la zone euro étant évaluée respectivement à + 3,4% en 2000 et + 2,5% en 1999.

Après prise en compte de l'excédent du compte de capital (8,7 milliards d'euros), la zone euro dégage un besoin de financement de 19,7 milliards vis-à-vis de l'étranger en 2000 (soit 0,3% du PIB).

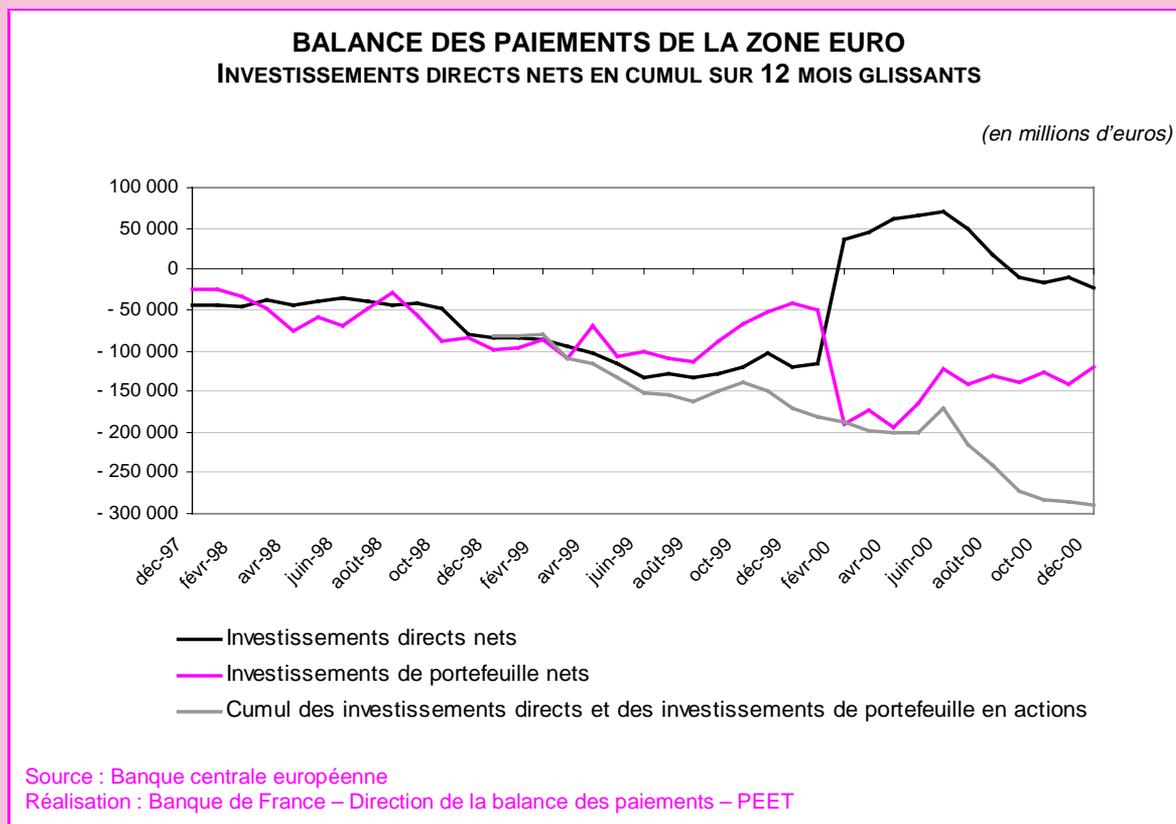
Au sein du compte financier, les flux d'investissements directs ont atteint des montants d'ampleur exceptionnelle, tant de la zone euro vers l'étranger (326,1 milliards d'euros) qu'en provenance de l'étranger à destination de la zone (303,1 milliards). Par rapport à 1999, c'est la croissance des investissements extérieurs, notamment sous l'effet d'une opération de fusion et acquisition dans le secteur des télécommunications en Allemagne, qui est la plus marquée, permettant de réduire à 23 milliards d'euros (contre 120,6 milliards en 1999) les sorties nettes de capitaux enregistrées en investissements directs.

Pour leur part, les investissements de portefeuille ont dégagé un solde débiteur de 120,4 milliards d'euros en 2000, faisant apparaître un contraste entre les opérations nettes sur actions (- 266 milliards) et les flux nets sur titres obligataires (+ 123,6 milliards).

Par ailleurs, comme en 1999, les « autres investissements » (dépôts et crédits) ont donné lieu à des entrées nettes de capitaux, celles-ci atteignant 131,6 milliards d'euros et correspondant exclusivement à une augmentation des engagements des Institutions financières et monétaires (IFM) résidentes vis-à-vis de l'extérieur. Ces engagements ont contribué au financement des investissements et placements nets à l'étranger évoqués ci-dessus. Les avoirs de réserve ont diminué de 18,1 milliards d'euros, une partie de cette évolution tenant aux interventions sur les marchés des changes effectuées par les banques de l'Eurosystème.

Il y a plusieurs façons de regrouper, aux fins d'analyse, les opérations financières de la balance des paiements. La première consiste à agréger les flux d'investissements directs et d'investissements de portefeuille, auxquels il est possible d'ajouter les opérations sur produits financiers dérivés — soit -3,6 milliards en 2000 — opérations qui jusqu'en 1998 étaient confondues avec les investissements de portefeuille. Le solde ainsi obtenu peut être considéré comme révélateur des tendances fondamentales et des interactions entre l'économie de la zone euro et les autres grandes zones économiques mondiales, dans la mesure où, calculé essentiellement à partir de flux de capitaux à long terme, il est largement déterminé par les écarts de rendement économique ou financier à long terme entre ces zones. Les autres mouvements de capitaux, « autres investissements » et variation des avoirs de réserve, ne constitueraient, dans une telle perspective, que le financement des précédents ou des opérations enregistrées dans les comptes de transactions courantes et de capital.

Nombre d'économistes et d'analystes de marché considèrent que les parités relatives des grandes monnaies mondiales sont déterminées, à moyen terme, par les rendements comparés du capital productif entre les différentes zones monétaires, dans la mesure où ceux-ci orientent les stratégies d'implantation et de croissance externe des entreprises multinationales. Les flux d'investissements directs joueraient donc un rôle primordial dans les évolutions tendancielle des parités monétaires. On ne peut cependant se limiter à comptabiliser les opérations de fusion acquisition transfrontières sans analyser leur mode de financement. Une part croissante des opérations de fusion et acquisition est en effet réalisée par offre publique d'échange (OPE). Or, les échanges de titres induits par les OPE réussies se traduisent par des flux symétriques en balance des paiements — les investissements directs étant compensés par des flux équivalents, mais en sens inverse, d'investissements de portefeuille en actions — et n'ont donc pas d'impact sur les taux de change, au contraire des investissements directs réglés « cash », susceptibles d'affecter la devise de l'entreprise acquéreuse.



Pour l'analyse des flux financiers de balance des paiements et de leurs liens avec les taux de change, il est donc intéressant de comptabiliser ensemble les investissements directs et les investissements de portefeuille en actions, d'une part parce que, comme on vient de le voir, ils sont de plus en plus souvent combinés au sein d'une même opération, en second lieu parce que les considérations qui guident la composition des portefeuilles d'actions sont en partie de même nature que celles qui sont à l'origine des opérations d'investissements directs et différentes de celles qui orientent les placements obligataires.

Au total, si les investissements directs nets de la zone euro à l'extérieur ont été fortement réduits en 2000 par rapport à l'année précédente, ajoutés aux investissements de portefeuille en actions, ils se sont soldés par des sorties de capitaux de 289 milliards d'euros, amplifiant les mouvements de l'année précédente et expliquant vraisemblablement la poursuite de la dépréciation de l'euro (cf. graphique ci-dessus). En revanche, les opérations sur obligations ont été caractérisées à la fois par une progression des placements des investisseurs non résidents en titres émis dans la zone euro et par une moindre appétence des résidents pour les titres étrangers, américains en particulier.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO PRINCIPAUX SOLDES

(données brutes en milliards d'euros)

	1999	2000
1. Compte de transactions courantes	- 5,8	- 28,3
1.1. Biens (données FAB-FAB)	83,4	59,8
1.2. Services	- 11,8	- 13,5
1.3. Revenus	- 32,4	- 24,7
1.4. Transferts courants	- 45,0	- 49,9
2. Compte de capital	13,5	8,7
3. Compte financier	19,1	2,6
3.1. Investissements directs	- 120,6	- 23,0
3.1.1. de la zone euro à l'étranger	- 286,8	- 326,1
3.1.2. de l'étranger dans la zone euro	166,2	303,1
3.2. Investissements de portefeuille	- 41,7	- 120,4
3.2.1. de résidents sur titres émis par des NR	- 309,6	- 413,0
3.2.1.1. dont actions	- 155,4	- 287,9
3.2.1.2. dont obligations	- 153,6	- 110,0
3.2.1.3. dont titres du marché monétaire	- 0,5	- 15,1
3.2.2. de non-résidents sur titres émis par des R	267,8	292,6
3.2.2.1. dont actions	106,0	21,9
3.2.2.2. dont obligations	109,0	233,6
3.2.2.3. dont titres du marché monétaire	52,8	37,2
3.3. Produits financiers dérivés	8,1	- 3,6
3.4. Autres investissements (dépôts et crédits)	163,1	131,6
3.5. Avoirs de réserve	10,2	18,1
4. Erreurs et omissions nettes	- 26,8	17,1
1. + 2. Proxy de la capacité de financement	7,7	- 19,7
3.1. + 3.2. + 3.3. Investissements directs, de portefeuille et opérations sur produits financiers dérivés	- 154,2	- 147,1
3.1. + 3.2.1.1. + 3.2.2.1. Investissements directs et investissements de portefeuille en actions	- 170,0	- 289,1

Source : Banque centrale européenne

Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – PEET

Dominique NIVAT – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 2.b.

L'EUROGROUPE

L'idée d'une coordination spécifique des politiques économiques entre pays de l'Union monétaire a été officialisée par le Conseil européen de Luxembourg (14-15 décembre 1997)¹ : « les ministres des États participant à la zone euro peuvent se réunir entre eux de façon informelle pour discuter de questions liées aux responsabilités spécifiques qu'ils partagent en matière de monnaie unique ». Le Conseil Ecofin, qui rassemble tous les ministres des finances de l'Union européenne (UE), reste cependant la seule instance habilitée à prendre des décisions en matière de coordination économique². Le nouveau groupe, mis en place début 1999, et intitulé initialement Euro-10 ou Euro-11, rebaptisé en juillet 2000 « Eurogroupe » à l'initiative de la présidence française, réunit — en général la veille des réunions de l'Ecofin — les douze ministres des finances des pays de la zone euro. La Commission et le cas échéant la Banque centrale européenne sont invitées (dans les faits, elles participent à toutes les réunions) ; les échanges sont confidentiels, mais les ordres du jour sont publics. Le nombre de personnes qui assistent aux réunions (deux par pays ou par institution) est beaucoup plus réduit que lors des réunions de l'Ecofin.

Le Conseil européen de Luxembourg avait souligné que la coordination des politiques économiques respecterait l'indépendance du Système européen banque centrale (SEBC) dans la poursuite de son objectif principal, à savoir la stabilité des prix. Le champ des discussions de l'Eurogroupe a été précisé à l'occasion du Conseil européen d'Helsinki (10-11 décembre 1999) : il inclut, entre autres, les évolutions du taux de change de l'euro, les positions des balances courantes, les évolutions des marchés de capitaux, les positions dans le cycle et les orientations budgétaires des États de la zone euro. Par ailleurs, l'Eurogroupe prépare les discussions qui ont lieu à l'occasion de rendez-vous monétaires internationaux importants, tels que les réunions du G7 ou les réunions des institutions de *Bretton Woods*.

Au cours de l'année 2000, les ministres de la zone euro ont décidé de publier, en tant que de besoin, des déclarations ou des communiqués. On notera, en particulier, les 8 mai

¹ Cf. la « Résolution du Conseil européen sur la coordination des politiques économiques au cours de la troisième phase de l'UEM et sur les articles 109 et 109 B du Traité » annexée aux conclusions de la Présidence.

² Le Conseil Ecofin reste ainsi l'instance décisionnelle dans le processus de surveillance multilatérale des situations budgétaires, organisé dans le cadre du traité et du Pacte de stabilité et de croissance, ainsi que dans l'élaboration et le suivi de l'application des Grandes orientations de politique économique (GOPE).

et 8 septembre 2000, deux déclarations conjointes ministres-BCE-Commission exprimant leurs préoccupations au sujet du niveau du taux de change de l'euro. De plus, les réunions sont désormais régulièrement suivies d'une conférence de presse.

De même que la présidence française de l'UE (second semestre 2000), le ministre des finances belges, M. Reynders, qui préside l'Eurogroupe durant toute l'année 2001, a plaidé lui aussi pour un renforcement du rôle et de la visibilité de l'Eurogroupe à travers notamment :

- une diffusion plus large d'informations économiques, financières et structurelles, relatives à la zone euro ;
- le renforcement de la coordination *ex ante* des politiques économiques (information mutuelle précoce sur toute initiative ayant une incidence significative sur le « *policy mix* », ou sur l'économie des autres pays de la zone euro ; approfondissement des échanges informels au sein de l'Eurogroupe sur les questions structurelles — vieillissement, santé, marché du travail —, et sur les conséquences de l'élargissement de l'UE sur la zone euro) ;
- le renforcement du dialogue informel avec le Parlement européen et les Parlements nationaux, et plus largement avec les opinions publiques.

Marc FARNOUX – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

Fiche thématique

n° 2.c.

EUROFI 2000

L'Europe bancaire et financière : une urgente nécessité

L'adoption du marché unique en 1992, puis l'introduction de l'euro au début 1999 ont ouvert la perspective d'une réalisation prochaine d'un espace bancaire et financier européen homogène. Cet objectif répond à l'attente pressante et légitime des acteurs de l'Union européenne (entreprises, intermédiaires financiers, investisseurs, consommateurs...) désireux de disposer d'un marché des services financiers à la hauteur de la puissance économique de l'Union. Cette ambition, partagée par les partenaires extérieurs de l'Europe, demeure largement à l'état de projet. De nombreux obstacles subsistent, en effet, sur la voie de l'émergence d'un marché des capitaux et des services financiers européen intégré.

L'association Eurofi 2000¹, créée sous l'égide de la présidence française de l'Union et de la Commission européenne, souhaite contribuer à faire progresser l'efficacité et la cohérence de l'Europe bancaire et financière, complément indispensable à l'unification monétaire. Un important travail de réflexion a été conduit pendant six mois, auprès de plus de deux cents professionnels afin d'identifier les solutions pratiques pour faire avancer la convergence juridique, fiscale et technique. Celles-ci ont été discutées lors d'un forum international tenu les 14 et 15 septembre 2000 à l'Unesco en présence de plus de six cents décideurs européens dans le cadre de quatre ateliers sur les grands thèmes structurants pour l'unification du marché bancaire et financier, à savoir : l'unification et la régulation des marchés financiers européens, les conditions d'émergence d'une épargne européenne, la facilité d'accès des entreprises au marché unique, l'euroclient et les services bancaires de détail. Les recommandations de l'association Eurofi 2000, tout comme les actes du Forum, ont été publiés dans le cadre d'un numéro spécial de la revue d'Économie financière².

L'Europe, puissance économique mondiale, se doit de disposer rapidement d'un grand marché unifié pour mobiliser les capitaux nécessaires à ses investissements et augmenter ainsi la

¹ Eurofi 2000 est une association présidée par MM. Jacques de Larosière, et Daniel Lebègue. Cette association réunit principalement le groupe Caisse des dépôts et consignations, Euronext, Paris Europlace, la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance, le Groupement des cartes bancaires, la CPR, la Poste, la Commission européenne et le ministère français de l'Économie, des finances et de l'industrie (télécopie : 33/(0)1-53-89-35-78).

² N° 62 de la revue d'Économie financière intitulé « *L'Europe bancaire et financière après l'euro* » (juin 2001).

productivité, la croissance et l'emploi. C'est là un élément essentiel pour assurer la compétitivité de la zone euro et la stabilité de la monnaie.

La plupart des activités bancaires et financières n'offrent pas encore, au niveau européen, de facilités équivalentes à celles d'un marché domestique. Leur intégration reste en deçà de celle de l'économie réelle et de ses besoins. Si cette situation devait durer, elle pourrait affecter à terme la compétitivité de la zone euro. Dans le domaine des marchés de capitaux, de nombreux cloisonnements et limitations subsistent. Ils constituent autant de handicaps pour les émetteurs et les investisseurs. L'épargne européenne demeure encore fragmentée entre les marchés nationaux et dominée par leurs particularismes (produits, règles de gestion, fiscalité...). L'interopérabilité européenne des principaux instruments (gestion collective, fonds de pension, assurance vie, épargne salariale...) reste très limitée. Dans la banque de détail, les nouvelles technologies et la « banque par Internet », en permettant de s'affranchir des particularismes nationaux, sont en train de changer la donne stratégique. Mais les offres transfrontières demeurent conditionnées par les réalités nationales en raison des fortes disparités culturelles, réglementaires et fiscales.

Le maintien de ces spécificités pourrait s'avérer à terme préjudiciable pour l'Europe dans un contexte de concurrence « globalisée ». Il n'est pas indispensable, en ces domaines, de rechercher une harmonisation systématique. Encore faut-il que le système bancaire et financier européen soit réellement efficace et ouvert à la concurrence et qu'on parvienne à la création d'un espace financier qui valorise au mieux les avantages comparatifs des centres nationaux ou locaux. L'harmonisation du cadre légal, l'adaptation des structures de supervision, une meilleure organisation des marchés de capitaux, le décloisonnement du marché de l'épargne et de la banque de détail représentent le socle d'une intégration plus efficiente. Le changement rapide de rythme et de méthode passe par la mise en œuvre de nouveaux dispositifs opérationnels et par une mobilisation collective des décideurs.

Il importe de créer les bases d'un véritable marché intégré et, pour cela, tout d'abord adapter le cadre légal. La création d'un droit européen des entreprises entraînerait d'autres avancées importantes : droit des marchés, protection de l'euroépargnant, fiscalité... Son élaboration et sa mise en œuvre devraient être pensées comme un tout cohérent (statut de l'entreprise, droit des OPA, des fusions, transfert de siège, faillite, appel public à l'épargne...), de façon à promouvoir la libre implantation des entreprises dans l'espace économique européen. Des normes comptables communes appliquées et sanctionnées de manière similaire apparaissent indispensables pour faciliter les opérations de fusions/acquisitions, assurer une information financière homogène et une protection adéquate des euro-investisseurs.

Il faut ensuite unifier les marchés de capitaux. Le lancement de l'euro a donné une impulsion décisive à l'émergence d'un marché européen des capitaux mais l'efficacité de ce marché reste à consolider. L'intégration du marché des pensions livrées (« *repo* »), une plus forte coordination entre les émetteurs souverains, la poursuite des rapprochements des systèmes de marchés et de « *back office* » (compensation, règlement livraison, paiement...), attendus par tous les professionnels, permettront de baisser les coûts de traitement des opérations et de développer l'accès à une large gamme de financements pour toutes les entreprises.

Il faut aussi décloisonner le marché de l'épargne. Les résultats enregistrés en matière de fiscalité de l'épargne lors du dernier Conseil européen sont notoirement insuffisants. Il devient indispensable d'harmoniser rapidement les bases d'imposition des revenus et des patrimoines (assiette, taux...) afin d'éviter des concurrences fiscales déloyales et le jeu des places défiscalisées qui faussent actuellement le fonctionnement des marchés de capitaux. Un tel décloisonnement s'avère, par ailleurs, nécessaire pour améliorer la compétitivité des produits d'épargne européens. On ne peut éviter, en outre, de poser la question des régimes d'épargne salariale et des fonds de pension dont le développement apparaît nécessaire pour remédier aux déséquilibres des systèmes de retraite publics et par répartition. L'adoption d'un cadre légal communautaire normalisant les

principes de base et assurant l'interopérabilité des fonds de pension, tant pour les entreprises que pour les salariés, sera décisif pour le développement d'une épargne européenne. Il devrait déboucher à terme sur la création de fonds de retraite paneuropéens, avantageux pour les retraités et les entreprises (économies d'échelles, développement de la capitalisation européenne, règles communes de contrôle...).

Il faut enfin adapter les structures de régulation et de supervision et rechercher une centralisation et une coordination renforcées. Les opérateurs privés raisonnent désormais à l'échelle européenne. Ils aspirent à un cadre juridique unifié pour tirer parti des avantages du marché financier européen. Ils souhaitent aussi un cadre européen assurant, en liaison avec les régulateurs nationaux, l'application harmonieuse d'un corpus de règles communes. Une nouvelle dynamique de coopération entre régulateurs de marchés est nécessaire. Le système actuel de supervision bancaire, fondé sur la décentralisation, a bien fonctionné jusqu'à présent dans la mesure où les activités bancaires s'exerçaient essentiellement sur une base nationale. Avec l'internationalisation des activités de banque de gros, l'émergence de conglomérats financiers, les mariages transfrontières entre banques, les divisions traditionnelles s'estompent et la problématique de supervision évolue. En toute hypothèse, une intensification de la coopération entre les autorités de contrôle s'impose.

Les acteurs européens (consommateurs et entreprises) souhaitent, de plus en plus, disposer d'un espace unifié des paiements électroniques aussi sûr et peu coûteux qu'au niveau domestique. Les autorités publiques doivent veiller au respect d'un niveau de sécurité suffisant dans les systèmes de paiement, sur la base d'une coordination active entre les parties prenantes et d'exigences sécuritaires unifiées. Le développement à grande échelle du commerce électronique et de la banque par Internet apparaît inéluctable. Il impose une maîtrise absolue de la sécurisation de ces activités, tant sous les aspects techniques (serveurs, transactions commerciales, paiements) que juridiques. La réglementation européenne devra assurer un équilibre entre les nécessités contradictoires de l'harmonisation, de la libre prestation de services et des clauses d'intérêt général. Étant donné l'utilisation croissante de la monnaie électronique, une approche communautaire des professionnels et des autorités publiques est indispensable pour permettre l'émergence de normes communes, assurer l'interopérabilité et tirer parti de l'avance technologique de l'industrie européenne des paiements (carte à puce...).

Trois ans suffisent aujourd'hui aux nouvelles technologies pour révolutionner les modes de consommation et de production, alors qu'il faut beaucoup plus longtemps pour élaborer une directive communautaire et la mettre en œuvre. L'élaboration des règles, sur une base le plus souvent sectorielle, apparaît mal adaptée au traitement de problèmes transversaux. Dans ce contexte, un changement de méthode, de rythme s'impose en particulier dans les domaines transversaux tels que la régularisation des marchés, la supervision des activités, le cadre juridique et comptable des entreprises, la constitution d'un système de paiement de détail européen. L'heure est venue d'engager un mouvement de grande ampleur : il y a urgence à renforcer la consistance de l'Europe bancaire et financière pour la mettre en ligne avec sa puissance économique. Il s'agit d'aller de l'avant dans l'esprit de l'Acte unique et d'engager toute une série de réformes. Volonté politique et collaboration des professionnels seront les éléments du succès.

Didier Cahen – Délégué général d'Eurofi 2000



Fiche thématique

n° 2.d.

EURONEXT

Née le 22 septembre 2000 de la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris, Euronext est l'entreprise qui gère le premier groupement européen de marchés boursiers réglementés et non réglementés.

L'entreprise gère une gamme complète et diversifiée de services boursiers, qui s'étend de l'admission à la cote d'instruments financiers et de la négociation de ces produits, à la compensation et à l'interface avec les systèmes de règlement/livraison. Elle occupe une place de leader en Europe, premier pôle boursier en terme de volumes de négociations sur carnet d'ordres central avec 1 712 milliards d'euros négociés sur produits de cash en 2000 et en seconde position en terme de nombre de sociétés cotées et de capitalisation boursière avec une capitalisation boursière de 2 745 milliards d'euros à fin 2000. Euronext est cotée depuis le 6 juillet 2001 sur le premier marché d'Euronext Paris.

La stratégie d'Euronext est de devenir la première place boursière intégrée en Europe et de faire du concept de marché boursier européen une réalité.

Pour y parvenir, elle procède depuis sa création à une intégration progressive des aspects fonctionnels et techniques de ses marchés. L'objectif est :

- d'offrir sur les trois places une plate-forme unifiée de négociation à travers un carnet d'ordres unique pour chaque type d'instrument financier. L'unification permettra de développer la liquidité des titres négociés et sera source de transparence et de rentabilité au bénéfice des investisseurs. Les plates-formes unifiées seront opérationnelles au cours de l'automne 2001 pour les produits de cash et à la fin de l'année 2002 pour les produits dérivés ;
- de fournir un service unifié de compensation avec une contrepartie centrale pour les marchés. Les chambres de compensation des trois marchés ont réalisé leur fusion juridique en février 2001 au sein de Clearnet, filiale d'Euronext. Clearnet agit d'ores et déjà en tant que contrepartie centrale unique pour les trois marchés. L'unification de la plate-forme de compensation, avec l'utilisation des mêmes outils de compensation et pour tous types d'instruments financiers et pour tous marchés de cash et de dérivés, devrait être opérationnelle dans le courant du deuxième trimestre 2002 ;

- de connecter les plates-formes de règlement/livraison et de conservation des titres, en liaison étroite avec Euroclear, d'ici la fin du deuxième trimestre 2002.

Le cadre réglementaire

Chaque entité nationale constituant Euronext est placée sous le contrôle des autorités de tutelle de son propre pays qui coopèrent activement pour offrir un environnement de régulation homogène à l'ensemble des opérateurs de marché, sociétés cotées et intermédiaires financiers. Pour ce faire, les autorités de tutelle qui supervisent l'activité d'Euronext, la Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers en France, la Commission bancaire et financière en Belgique, et la « *Securities board* » aux Pays-Bas (*Stichting toezicht effectenverkeer*), ainsi que les représentants des banques centrales française, belge et néerlandaise, ont signé le 26 janvier 2001 un protocole d'accord qui définit les domaines essentiels nécessitant un contrôle commun ; les signataires se sont engagés à élaborer un ensemble de règles visant à superviser les activités d'Euronext et de Clearnet.

La cote d'Euronext

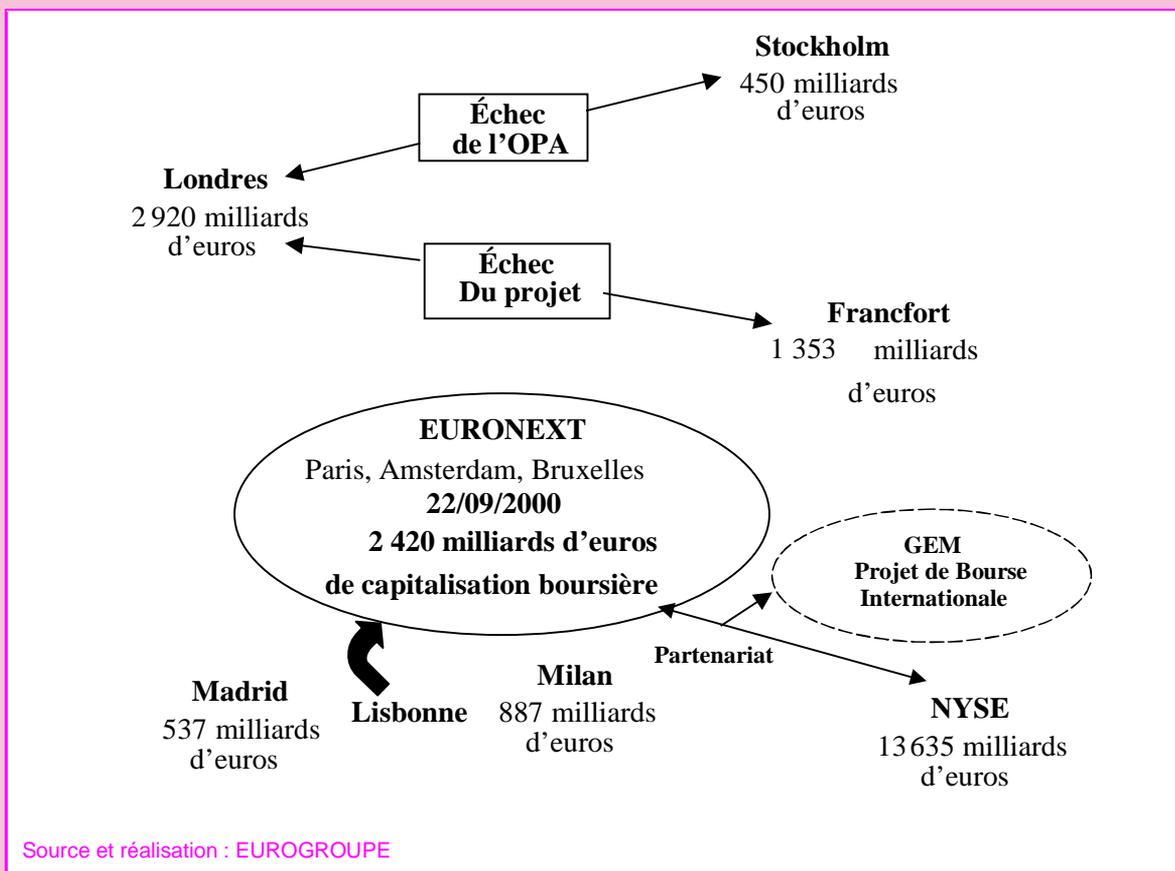
La cote d'Euronext comprend l'ensemble des instruments financiers négociables (actions, obligations, options, warrants, certificats ...) sur ses marchés de dérivés et de cash.

Elle comprend notamment près de 1 600 entreprises cotées qui totalisaient une capitalisation boursière de 2 232 milliards d'euros à fin juin 2001. Euronext constitue progressivement une gamme d'indices couvrant l'intégralité de sa cote, indépendamment des indices nationaux qui perdurent. Elle a ainsi lancé en octobre 2000 deux indices qui offrent aux investisseurs une vision transnationale sur sa cote : Euronext 100 qui rassemble les 100 premières sociétés en termes de capitalisation boursière et de volume de négociation et le Next 150 qui couvre les 150 sociétés suivantes.

La cote s'est récemment enrichie d'un nouveau compartiment ouvert à la négociation de fonds indiciels cotés. Lancé le 9 janvier 2001, ce compartiment *NextTrack* compte aujourd'hui quatorze « *Trackers* » cotés et est devenu, en juin dernier, le leader européen en terme de montants de transactions avec une part de marché de 48%.

Frédéric MAILLET – Euronext

<http://www.euronext.fr>





3.

LE COMPORTEMENT FINANCIER DES AGENTS NON FINANCIERS

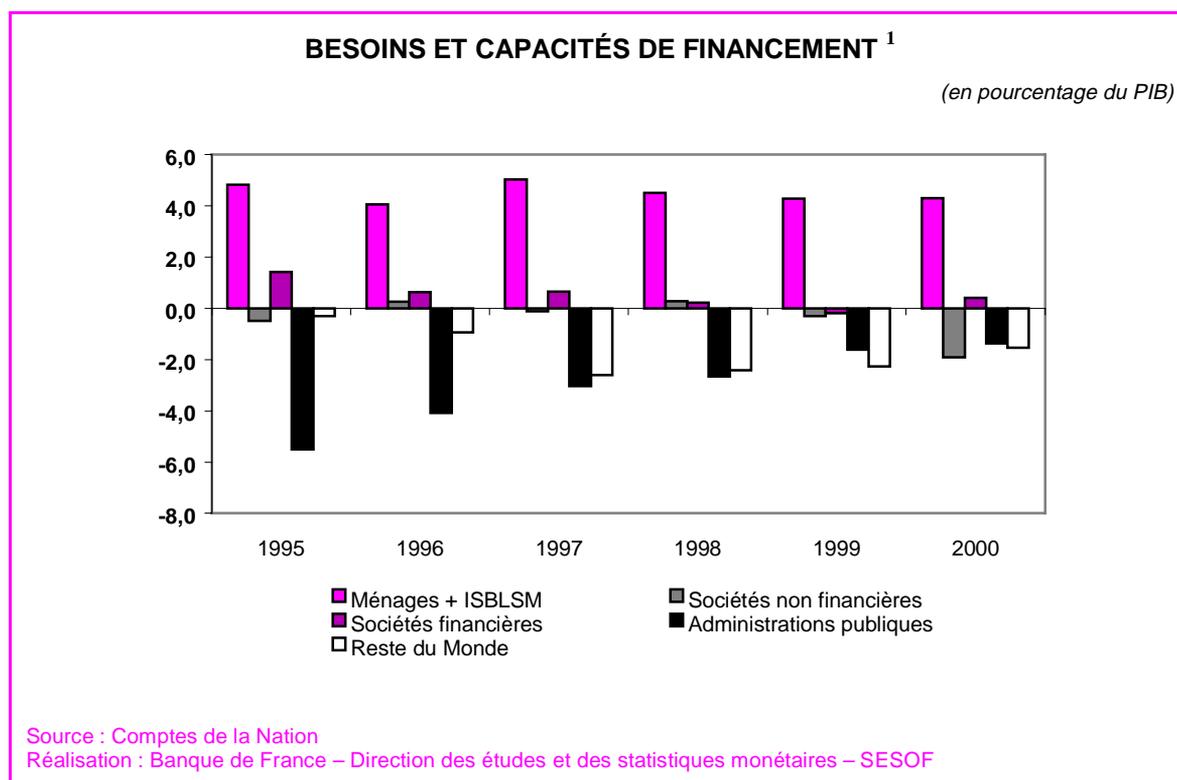
*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 3.a. Perspectives à moyen terme de l'évolution de l'endettement public en Europe
- 3.b. La microfinance en France
- 3.c. La progression des non-résidents dans le capital des entreprises françaises
- 3.d. Le financement du secteur des télécommunications
- 3.e. Structure de l'épargne des ménages européens
- 3.f. Les aspects financiers du vieillissement de la population
- 3.g. L'enquête sur le patrimoine des ménages
- 3.h. Les crédits immobiliers consentis aux ménages
- 3.i. Le crédit interentreprises
- 3.j. L'innovation financière en 2000 et nouveaux produits d'épargne
- 3.k. Bilan des PEA
- 3.l. L'Agence France Trésor



Introduction : l'équilibre des besoins et capacités de financement en 2000

L'équilibre financier décrit dans les comptes de la Nation pour 2000 fait apparaître des évolutions sensibles par rapport aux années précédentes.



La capacité de financement des ménages (y compris institutions sans but lucratif au service des ménages) s'est légèrement accrue, s'établissant à 60,5 milliards d'euros en 2000 après 57,8 milliards en 1999, et représente 4,3% du PIB sur ces deux années. Le besoin de financement des sociétés non financières, quant à lui, a repris de l'ampleur, atteignant 26,7 milliards d'euros en 2000, après 4 milliards en 1998 et une capacité de financement de 3,6 milliards en 1998 (soit respectivement - 1,9% du PIB, - 0,3% et + 0,3%).

Les administrations publiques ont poursuivi, en la ralentissant, la réduction de leur besoin de financement qui s'est établi en 2000 à - 1,4% du PIB (soit 19,2 milliards d'euros) après - 1,6% en 1999 et - 2,7% en 1998. La situation des sociétés financières ² s'est redressée : elles ont retrouvé une capacité de financement de 0,4% du PIB, après un besoin de financement de - 0,2% en 1999. Cette amélioration provient principalement des sociétés d'assurance (dont le besoin de financement s'est contracté, revenant de 9,9 milliards d'euros en 1999 à 2,3 milliards en 2000).

¹ Le solde Reste du monde est abordé chapitre 1, les sociétés financières chapitre 4.

² Secteur S12 de la Comptabilité nationale, c'est-à-dire y compris auxiliaires financiers et sociétés d'assurance.

La relative stabilité de la capacité de financement des ménages résulte de la progression quasi-parallèle de leur revenu disponible brut (+ 4,5%) et de leurs acquisitions de logements (+ 4,5%).

Leurs flux de placements ont atteint 100,3 milliards d'euros (+ 0,7%). Dans un contexte de remontée des taux de marché à court terme, qui a renforcé leur coût d'opportunité de détention, la formation de dépôts transférables a été particulièrement faible, ainsi que la collecte de placements à vue. La désaffectation à l'encontre de l'épargne contractuelle s'est poursuivie et amplifiée. Les placements se sont reportés sur les produits dont la rémunération est liée au marché monétaire : OPCVM monétaires, titres de créances négociables, dépôts à terme. La fiscalité avantageuse des produits d'assurance vie, ainsi que la multiplicité des supports proposés, ont permis à ces produits de continuer à progresser. Au cours de l'année, les ménages ont eu une gestion relativement active de leur portefeuille de titres et se sont davantage portés vers des produits un peu plus risqués, comme les actions détenues en direct, au détriment des produits obligataires.

Le taux de croissance des crédits à court terme aux ménages a quasiment doublé en 2000, pour s'établir à environ 25%. Les crédits à long terme, principalement à l'habitat, ont légèrement décéléré tout en conservant une évolution dynamique (+ 5,1% après + 7,3%) en liaison avec le ralentissement de l'investissement en logement.

La poursuite d'un important effort d'investissement et une forte constitution de stocks ont, compte tenu de la stabilisation du taux de marge, conduit à un creusement du besoin de financement des sociétés non financières. En conséquence, celles-ci ont de nouveau augmenté leur utilisation de crédit à long terme, dont les encours ont progressé de + 7,2% après + 7,4% en 1999. De plus, en raison d'une trésorerie un peu plus sollicitée, les crédits à court terme aux entreprises ont très fortement progressé : + 16,1% en 2000 contre + 2,1% en 1999. La part de l'endettement bancaire a cependant continué de diminuer, s'établissant à 47,6% après 48,5%, du fait de la plus forte croissance des financements de marché. Les émissions nettes de titres de créances négociables ont atteint 24,3 milliards d'euros, celles d'obligations 18,6 milliards et les fonds levés par émissions d'actions et titres de participation ont fortement progressé à 113,7 milliards d'euros.

Les principaux flux de placements ont été consacrés à l'acquisition de prises de participation à l'étranger et à la formation d'actifs de trésorerie.

Du côté des administrations publiques, l'année 2000 s'est caractérisée par une modification sensible de la structure de la dette de l'État, avec une contraction des financements non négociables et au profit des émissions de titres à court et long terme. Dans la continuité de la tendance observée ces dernières années, les administrations publiques locales se sont légèrement désendettées (- 1,2 milliard d'euros) grâce notamment à leur capacité de financement qui s'est maintenue à un niveau relativement élevé. En dépit d'un fort accroissement de leur excédent, les administrations de sécurité sociale n'ont pas réduit leur endettement, mais ont procédé à des placements sous forme de dépôts, d'obligations et de titres d'OPCVM.

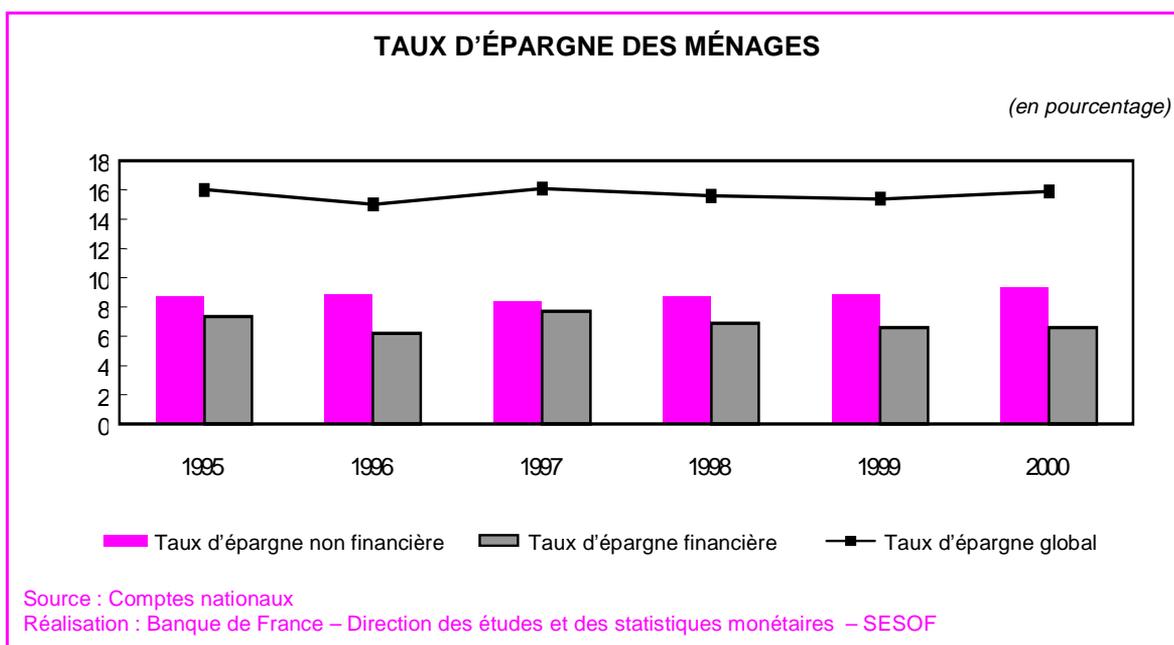
3.1. Le comportement financier des ménages

En 2000, la croissance des dépenses de consommation finale des ménages s'est poursuivie sur un rythme encore plus élevé qu'en 1999. La progression a été de + 4% en 2000, après + 3,2% en 1999 et + 4,1% en 1998. Parallèlement, la croissance du revenu nominal disponible brut (RDB) s'est fortement accélérée (+ 4,7% contre + 2,9% en 1999). En conséquence, le taux d'épargne des ménages a poursuivi sa remontée, à 15,9% en 2000 après 15,4% en 1999 et 15,6% en 1998.

La formation brute de capital fixe (FBCF) des ménages hors entreprises individuelles a encore nettement progressé en 2000, moins fortement toutefois qu'en 1999 (+ 4,5% en moyenne en 2000 contre + 7,6% en 1999). Le taux d'épargne non financière, qui avait augmenté en 1999, passant de 8,7% du revenu nominal disponible brut en 1998 à 8,8% en 1999, s'est encore renforcé, atteignant 9,3% en 2000.

Après trois années de baisse, la capacité de financement des ménages s'est accrue de 16,3 milliards de francs, soit 4,4%, pour atteindre 389,8 milliards de francs. Cette progression comparable à celle du revenu nominal disponible brut s'est traduite par une stabilisation du taux d'épargne financière, lequel a atteint 6,6% du revenu disponible brut en 2000.

Cette stabilisation a coïncidé avec une légère augmentation de la demande de crédits de la part des ménages + 30,9 milliards d'euros (+ 3,3%), après la très forte hausse observée en 1999 (+ 81,8%). Les flux nets de placements financiers ont, quant à eux, atteint 100,3 milliards d'euros (+ 0,7%).



Reflétant les bons résultats des entreprises en 1999, les revenus financiers des ménages, perçus tant sous forme de dividendes que d'intérêts, se sont élevés à 73,3 milliards d'euros, affichant une progression de 12,9%, sensiblement plus rapide qu'en 1999 (+ 4,8%). Du fait de cette croissance supérieure à celle des autres composantes du revenu disponible, la part des revenus financiers dans le RDB est accrue, passant de 7,9% en 1999 à 10,3% en 2000.

INTÉRÊTS VERSÉS ET REÇUS DIVIDENDES REÇUS PAR LES MÉNAGES

(en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Intérêts reçus	44,5	41,5	39,3	39,3	39,7	42,3
Intérêts versés	32,7	30,2	28,5	28,7	29,6	30,8
Intérêts nets	11,8	11,3	10,8	10,6	10,1	11,5
Dividendes reçus	15,0	16,3	18,1	22,6	25,2	31,0
Intérêts reçus sur contrats d'assurance vie	24,0	25,9	28,5	30,5	33,2	
Intérêts nets et dividendes /RDB	6,9%	6,8%	7,1%	7,6%	7,9%	10,3%

Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

COMPTE DE CAPITAL DES MÉNAGES À PRIX COURANTS

(en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EMPLOIS						
FBCF (ménages + EI)	67,2	66,6	68,4	71,7	77,8	81,5
FBCF des EI	12,8	11,3	11,3	11,9	12,3	12,9
Capacité de financement	56,5	48,7	62,1	58,0	56,9	59,4
Ressources						
Épargne brute	123,7	117,9	130,9	131,1	132,7	143,4

Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

3.1.1. Les comportements de placement des ménages

Les flux nets de placements financiers ont quasiment stagné en 2000, atteignant 100,3 milliards d'euros après 99,6 milliards en 1999. Ils n'ont ainsi représenté que 11,1% du revenu disponible brut nominal contre 11,5% en 1999, du fait de la forte croissance du RDB.

ACQUISITIONS NETTES D'ACTIFS FINANCIERS (1) / REVENU DISPONIBLE BRUT

(en pourcentage)

1995	1996	1997	1998	1999	2000
12,4	11,0	12,3	10,8	11,5	11,1

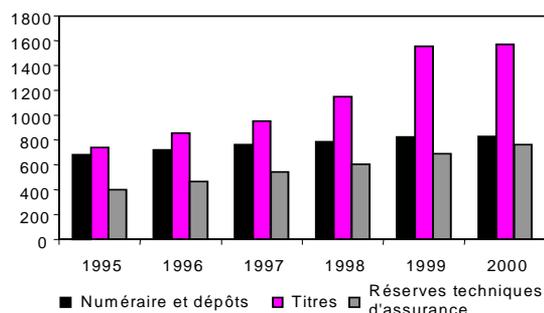
(1) Accroissement des liquidités + flux nets de valeurs mobilières + variation nette des créances sur les sociétés d'assurance.

Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

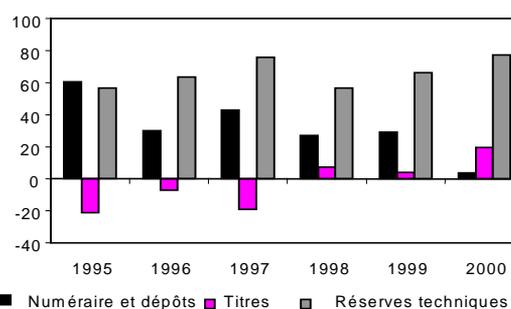
PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES ENCOURS

(en milliards d'euros)



PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES FLUX

(en milliards d'euros)



Source : Comptes nationaux

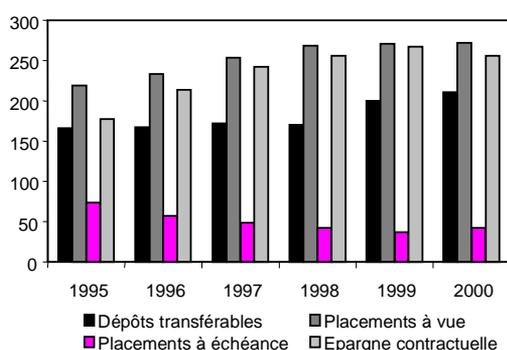
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

En 2000, la formation de dépôts transférables³ des ménages a été particulièrement faible (+ 8,8 milliards d'euros en 2000 contre + 17,6 milliards d'euros en 1999). La collecte a également été limitée sur les placements à vue (+ 0,8 milliard d'euros en 2000 après + 2,7 milliards d'euros en 1999). Compte tenu du faible niveau de l'inflation et de la hausse des taux de rémunération sur le marché monétaire, la détention d'actifs financiers pas ou peu rémunérés est apparue peu attrayante. La hausse du taux de rémunération du livret A en juillet 2000 a seulement permis de ralentir la décollecte initiée en 1999 (- 0,7 milliards d'euros en 2000 après - 6,8 milliards d'euros en 1999). On a en enfin noté un recul des livrets soumis à l'impôt - 3,1 milliards d'euros en 2000 après + 1,6 milliards d'euros en 1999.

Au sein des placements à vue, seuls les livrets d'épargne populaire (LEP) et les comptes d'épargne logement (CEL) ont significativement attiré l'épargne des ménages. Le succès confirmé des LEP est toutefois plus modeste qu'en 1999 (+ 3,1 milliards d'euros en 2000 après + 5,2 milliards d'euros en 1999).

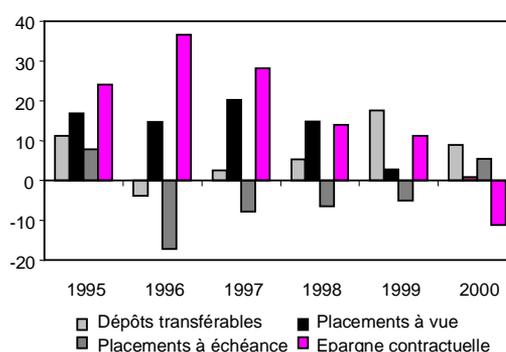
NUMÉRAIRE ET DÉPÔTS ENCOURS

(en milliards d'euros)



NUMÉRAIRE ET DÉPÔTS FLUX

(en milliards d'euros)



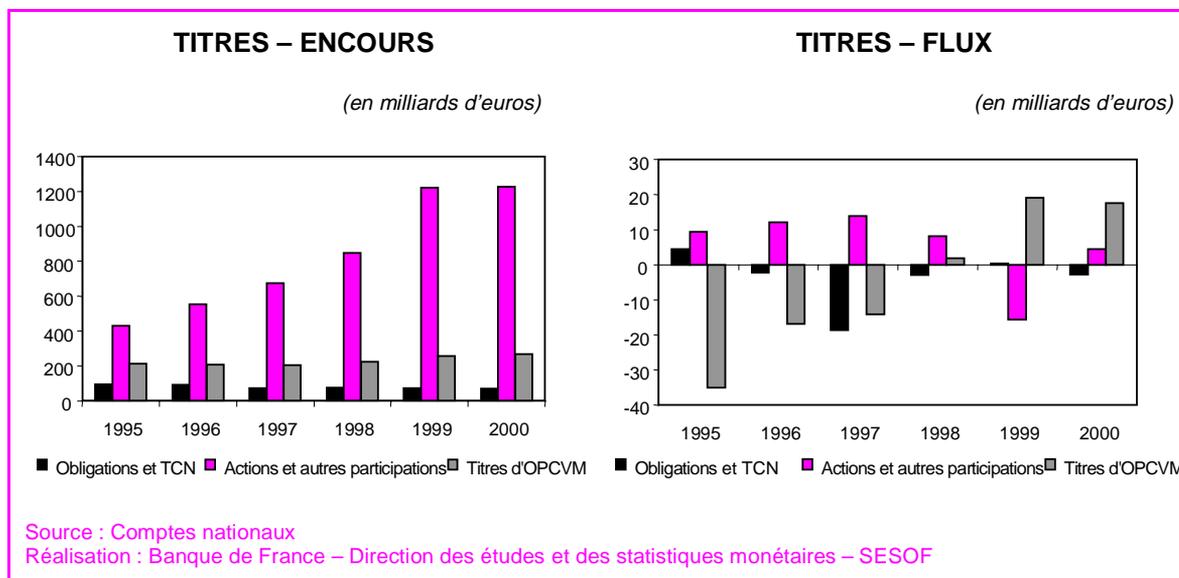
Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

³ En Comptabilité nationale, ce concept comprend les dépôts à vue auprès des institutions financières ainsi que les avoirs à court terme détenus par les résidents à l'étranger.

La désaffection à l'encontre de l'épargne contractuelle (plans d'épargne logement, PEP bancaires et sommes en instance d'utilisation sur les PEA) s'est poursuivie et amplifiée. L'encours, dont la croissance ralentissait depuis 1996, a diminué pour la première fois (- 11 milliards d'euros en 2000). Cette diminution résulte d'un faible flux positif sur les plans d'épargne logement (+ 1,5 milliard d'euros en 2000 après + 13,4 milliards d'euros en 1999), et surtout d'une forte décollecte sur les PEP bancaires (- 12,6 milliards d'euros en 2000 après - 1 milliard d'euros en 1999). De nombreux PEP arrivés à échéance n'ont pas été renouvelés. Il s'agit des nombreux contrats ouverts entre 1990 et 1992, qui ont pu être clos en franchise d'impôt et dont le produit a souvent été redirigé vers les placements d'assurance vie. Le PEP bancaire a ainsi continué de souffrir de la concurrence de ce type de placement, dont les performances globales (notamment sur les contrats en unités de comptes au premier semestre) et la fiscalité ont été plus attractives.

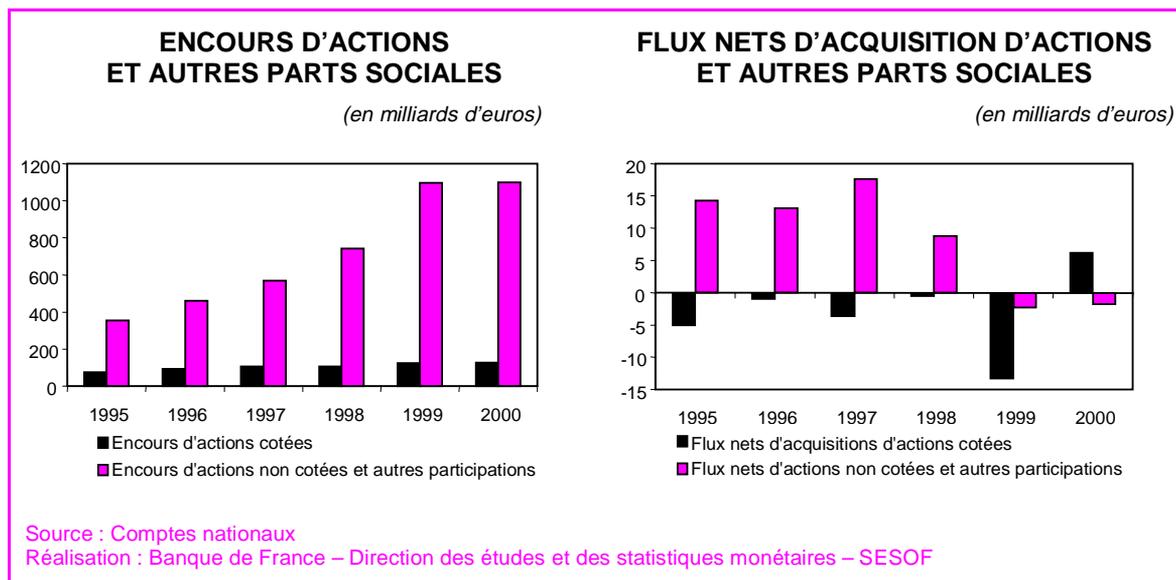
Les faibles flux nets qui ont alimenté les PEL s'expliquent par le relèvement assez tardif (1^{er} juillet 2000) du taux d'intérêt sur les nouveaux plans, et par l'extinction progressive du stock de plans ouverts avant 1994 qui bénéficiaient encore d'un important différentiel de rémunération par rapport aux autres produits du marché.



Les flux de placements des ménages se sont logiquement reportés sur des produits dont la rémunération est liée aux conditions du marché monétaire : titres de créances négociables (+ 6,9 milliards d'euros en 2000 après - 5,8 milliards d'euros en 1999) et parts d'OPCVM monétaires (+ 1,7 milliard d'euros après - 3,6 milliards d'euros en 1999) en particulier, mais également placements à échéance hors épargne contractuelle (bons de caisse et d'épargne, comptes à terme) (+ 5,5 milliards d'euros en 2000 après - 5,1 milliards d'euros en 1999). Les flux nets positifs sur les placements à échéance recouvrent toutefois deux phénomènes divergents : une forte collecte de dépôts à terme à moins de deux ans (+ 12,1 milliards d'euros en 2000) et une très forte décollecte de dépôts à terme à plus de deux ans (- 6,6 milliards d'euros en 2000). Le taux de référence des conventions de dépôt à court terme est en effet souvent un taux de marché comme l'EURIBOR, tandis que le taux de référence des dépôts à plus long terme est un taux de rémunération des bons du Trésor. La hausse des taux à court terme et le resserrement de l'écart avec les taux à long terme au cours de l'année expliquent sans doute l'engouement pour les placements à échéance à moins de deux ans.

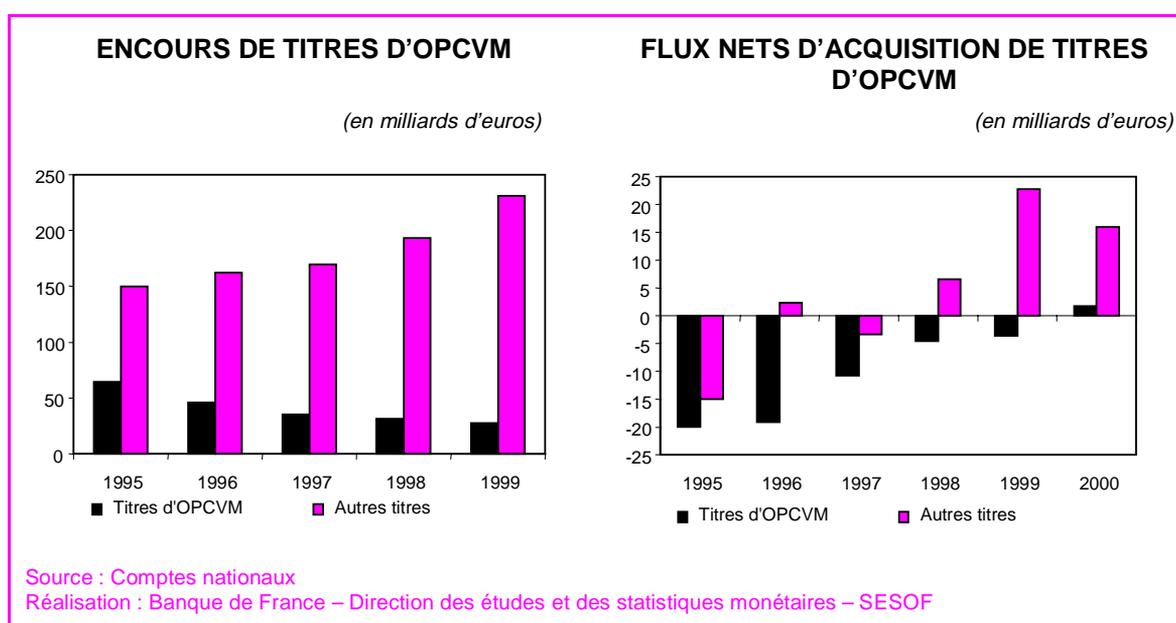
Les allègements de portefeuille sur les lignes d'obligations ont repris en 2000 à un rythme très élevé (- 9,7 milliards d'euros en 2000, après + 6,2 milliards en 1999 et - 2,7 milliards d'euros

en 1998). L'aplatissement de la courbe des taux a vraisemblablement amplifié les réallocations de portefeuille des ménages au détriment des titres longs de type obligataire. Enfin, la fiscalité stable et très favorable des placements de type assurance vie ainsi que la multiplicité des supports offerts ont, cette année encore, concurrencé directement les placements obligataires.



En 2000, les ménages ont procédé à des achats nets d'actions cotées (+ 6,2 milliards d'euros). Cette configuration, inédite depuis longtemps, reflète essentiellement les opérations réalisées au premier trimestre où l'on a pu observer de forts mouvements acheteurs. En effet, il semble que les ménages aient anticipé, au début de 2000, une poursuite des hausses de cours et se soient portés acheteurs, après les importantes prises de bénéfices de 1999. Par la suite, les incertitudes sur les marchés boursiers se généralisant, la prédominance des comportements vendeurs, observée au cours des dernières années, a repris.

Les achats d'actions cotées des ménages ont partiellement été compensés par des cessions nettes d'actions non cotées.



L'année 2000 confirme le retour des titres d'OPCVM monétaires dans les portefeuilles des ménages (+ 1,7 milliard de souscriptions nettes en 2000, après 3,6 milliards de rachats nets en 1999).

Les souscriptions nettes de titres d'OPCVM généraux ont été très importantes en 2000 (+ 24,6 milliards d'euros contre + 15,2 l'année précédente). Il convient toutefois d'apporter des nuances selon les types de supports envisagés.

À l'instar des obligations, les parts d'OPCVM obligataires et garantis ont, de nouveau, fait les frais de réallocations de portefeuille assez importantes de la part des ménages.

À l'inverse, les titres d'OPCVM actions et diversifiés ont, cette année encore, suscité un engouement certain. Comme les contrats en unités de compte, ils sont vraisemblablement apparus comme offrant un bon compromis entre sécurité et performance.

Enfin, les placements en autres types d'OPCVM (OPCVM de droit étranger et parts de SCPI en particulier), ont été encore assez dynamiques (+ 3,8 milliards d'euros en 2000 contre + 7,6 milliards d'euros en 1999).

Les flux de souscription des produits de type assurance vie ont à nouveau nettement progressé, atteignant 69 milliards d'euros en 2000 contre 58,7 milliards l'année précédente. Ils se sont donc établis à un niveau sensiblement comparable au maximum atteint en 1997 (72 milliards d'euros), avant la réforme de la fiscalité sur l'assurance vie de 1998. La croissance de l'encours a néanmoins été freinée par le moindre rendement des contrats en unités de compte, lesquels ont pâti des contre-performances des supports actions en fin d'année. L'engouement vis-à-vis de l'assurance vie a touché tous les types de contrats, investis en francs ou en unités de compte. L'assurance vie a bénéficié du maintien, depuis 1998, d'une fiscalité toujours avantageuse, ainsi que de la multiplication des supports proposés.

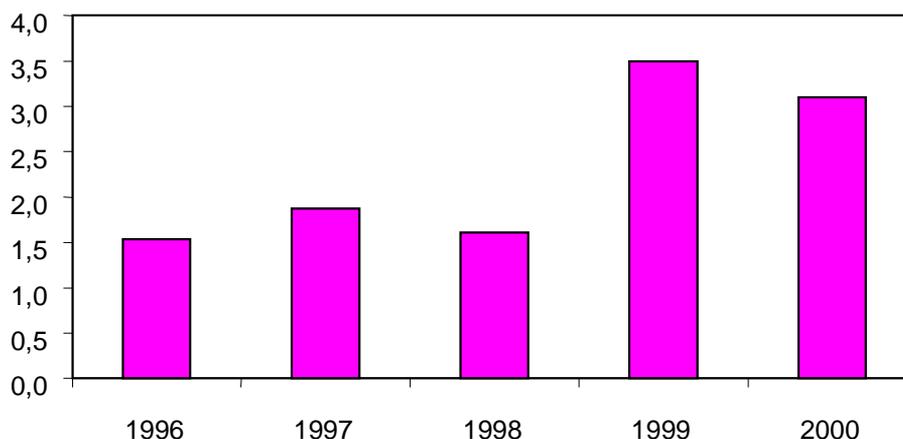
3.1.2. Les comportements d'endettement des ménages

En 2000, le taux d'endettement (encours de dette sur revenu disponible brut) de l'ensemble des ménages, y compris les entrepreneurs individuels, a légèrement progressé pour atteindre 53,4%. Ce redressement prolonge celui enregistré en 1998 et 1999, dates auxquelles le ratio avait respectivement atteint 50,5% et 52,6%, faisant suite à une période de déclin de 1992 à 1997.

Les flux nets d'emprunts contractés par les ménages auprès des établissements de crédit sont restés élevés, à 28 milliards d'euros (soit 3,1% de leur revenu disponible brut), mais en léger recul par rapport au chiffre de 30,2 milliards enregistré en 1999.

Les encours ont atteint 482,5 milliards d'euros à fin 2000, soit une croissance de 6,1%, contre 7,1% en 1999.

Le ralentissement de la croissance des encours est peu marqué pour les concours aux particuliers (+ 7,4% en 2000 contre + 8% en 1999). Il est plus prononcé pour ceux consentis aux entrepreneurs individuels (+ 1,3% en 2000 contre + 3,6% en 1999). L'évolution de ces derniers reflète en particulier la décélération de la progression des crédits à l'investissement (+ 2,3% en 2000 après + 3,8% en 1999).

FLUX NETS DE CRÉDITS OBTENUS PAR LES MÉNAGES/REVENU DISPONIBLE BRUT*(en pourcentage)*

Source : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF et comptes nationaux
 Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

Le ralentissement de la croissance de l'endettement bancaire des particuliers a concerné aussi bien le financement de la consommation que celui de l'habitat.

L'encours des crédits de trésorerie s'est ainsi accru de 8,3% en 2000, contre 11,9% en 1999. Les utilisations d'ouvertures de crédits permanents ont été légèrement moins soutenues (+ 6,8% en 2000, après + 7,8% en 1999). Les prêts personnels se sont, quant à eux, accrus de manière beaucoup plus faible (+ 8,7% après + 15,1% en 1999), à l'instar des financements de ventes à tempérament (+ 6,9%, contre + 13,8% en 1999). On note, par contre, un ralentissement moins sensible, du rythme de progression des avances en comptes débiteurs (+ 9,1% en 2000, après + 10% en 1999).

Les crédits à l'habitat ont également connu une croissance moindre durant l'année 2000, après le rythme très soutenu qu'ils avaient connu en 1999 : l'expiration du dispositif « Périssol » avait accéléré les décisions d'investissement (+ 7% en 2000, contre + 8,2% en 1999). Ce ralentissement reflète aussi une baisse d'activité sur le marché de l'immobilier. La Chambre syndicale des notaires de Paris a ainsi relevé un recul des transactions immobilières de 6,2% dans Paris et ses environs au deuxième trimestre, puis de 20,4% au troisième trimestre de 2000.

Les crédits à l'habitat consentis aux ménages sont essentiellement des crédits du secteur libre (94% du total). Au sein de ceux-ci, les prêts conventionnés et les prêts principaux d'épargne logement occupent une place marginale (respectivement 12,3% et 11,3%).

Tandis que les premiers restent stables, les prêts principaux d'épargne logement diminuent (- 3,8%).

Dans le secteur aidé, (6% du total de l'encours des crédits à l'habitat), la majeure partie des concours sont des prêts aidés à l'accession à la propriété. Ces derniers continuent de diminuer fortement (- 19,8%), et laissent une place grandissante aux prêts à 0% au sein de ce secteur (40,3% des concours aidés en 2000, après 34% en 1999 et 23,5% en 1998).

ENCOURS DES CRÉDITS CONSENTIS AUX MÉNAGES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT				
	1998	1999	2000	
	Glissement annuel en %	Glissement annuel en %	Encours en milliards d'euros	Glissement annuel en %
Total des crédits aux ménages	3,3	7,1	482,5	6,1
<i>Total des crédits aux particuliers</i>	3,9	8,0	389,8	7,4
<i>Total des crédits aux entrepreneurs individuels</i>	0,8	3,6	92,7	1,3
Trésorerie des particuliers	8,0	11,9	100,1	8,3
<i>Avances en comptes débiteurs</i>	7,7	10,0	6,0	9,1
<i>Prêts personnels</i>	15,0	15,1	45,0	8,7
<i>Financement des ventes à tempérament</i>	11,1	13,8	21,8	6,9
<i>Utilisation d'ouvertures de crédits permanents</i>	8,2	7,8	23,2	6,8
<i>Crédit bail et opérations assimilées</i>	-0,7	0,0	1,5	7,1
<i>Autres crédits de trésorerie</i>	-21,4	-4,5	2,6	23,8
Crédits à l'habitat des particuliers	3,7	8,2	305,2	7,0
<i>Prêts conventionnels</i>	-15,4	-3,5	35,5	0,0
<i>Prêts principaux d'épargne logement</i>	-9,1	-13,3	32,5	-3,8
<i>Prêts aidés à accession à la propriété</i>	-21,3	-24,1	10,1	-19,8
<i>Prêts à 0%</i>	37,8	27,4	7,7	18,4
<i>Autres prêts à l'habitat</i>	16,0	18,7	219,4	11,5

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

TABLEAU SIMPLIFIÉ D'EMPLOIS – RESSOURCES DES MÉNAGES*(en milliards d'euros)*

Emplois	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dépense de consommation finale	649,0	669,6	680,0	708,1	730,7	912,7
FBCF des entreprises individuelles	12,9	11,4	18,0	11,8	12,3	12,9
FBCF logement (ménages hors EI)	54,3	55,3				68,6
Variation de stocks	0,2					
Flux de placements financiers nets	86,6	86,6	86,6	91,0	99,6	100,4
Placements sous forme de numéraire et dépôts (1)	30,1	30,1	30,1	27,1	29,4	3,7
Acquisitions nettes de valeurs mobilières	-7,1	-7,1	-7,1	7,2	3,9	19,5
Titres de créance négociables	3,4	3,4	3,4	-0,3	-5,8	7,1
Obligations	-5,8	-5,8	-5,8	-2,7	6,2	-9,7
Actions, participations	12,1	12,1	12,1	8,2	-15,6	4,4
Titres d'OPCVM	-16,8	-16,8	-16,8	1,9	19,1	17,6
dont OPCVM monétaires	-19,1	-19,1	-19,1	-4,6	-3,6	1,7
Variation des créances sur les sociétés d'assurance	63,6	63,6	63,6	56,8	66,3	77,2
Total des emplois	803,0	822,9	784,6	810,9	842,6	1 094,6
Ressources	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Revenu disponible brut	772,7	787,6	810,9	839,2	863,5	903,7
Flux nets de crédits reçus par les ménages	6,5	14,0	15,2	23,9	36,4	33,5
Crédits commerciaux (nets)	8,3	-15,4	-0,7	-15,8	-20,8	-13,8
Ajustement (2)						
Total des ressources	787,5	786,2	825,4	847,4	879,0	923,4

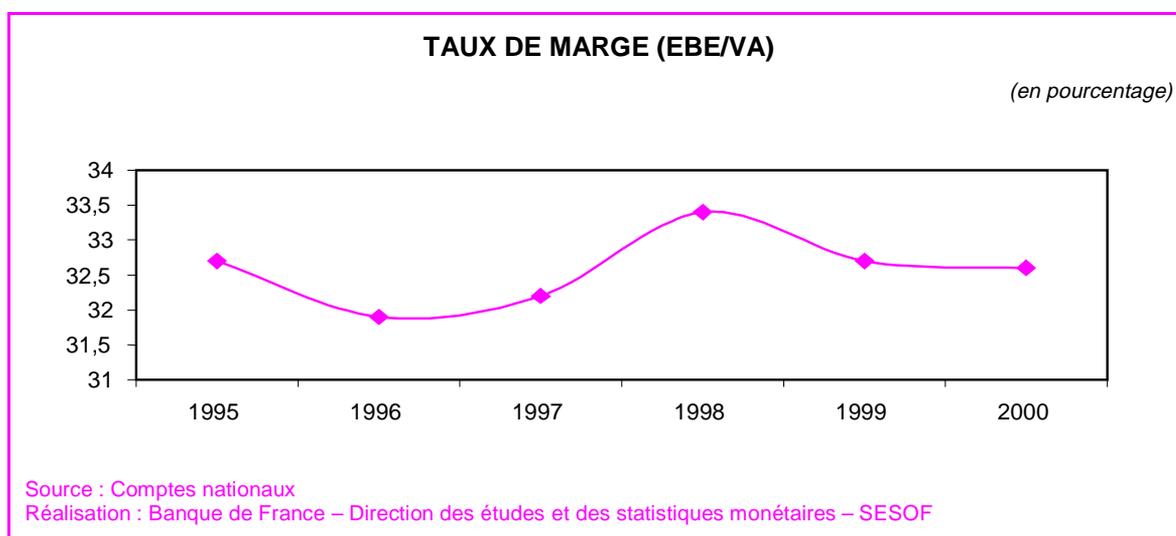
Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

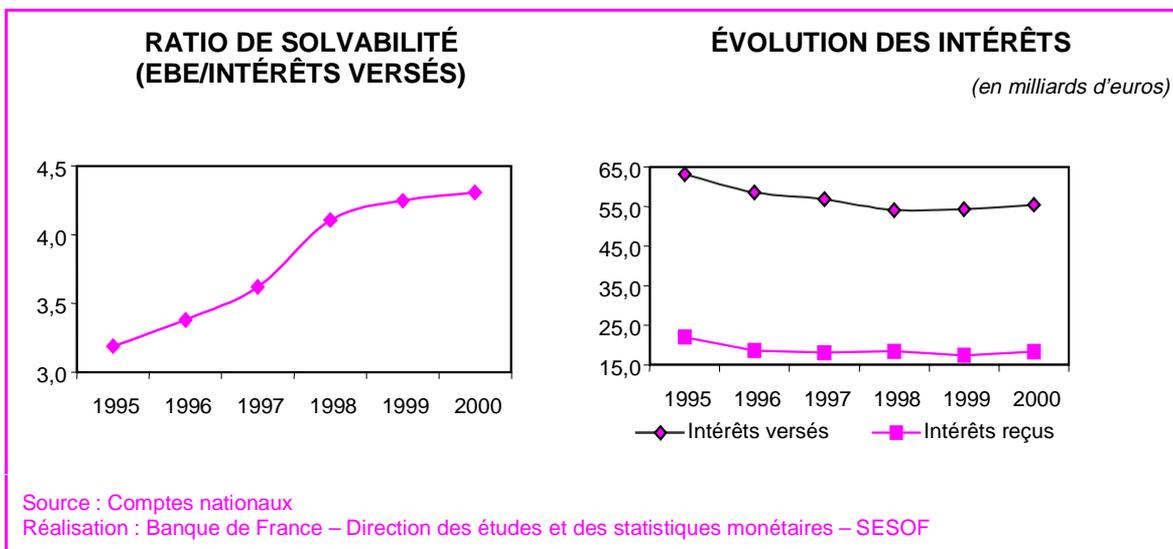
3.2. Le comportement financier des sociétés

La production des sociétés non financières a bénéficié en 2000 d'un renforcement de la demande intérieure, mais également du dynamisme de la demande mondiale qui ne s'est pas démenti depuis le « trou d'air » consécutif à la crise des pays émergents du premier trimestre 1999. Le rythme de progression de la valeur ajoutée des sociétés non financières en prix courants s'est redressé après avoir fléchi en 1999 (+ 4,6% en 2000, après + 3,6% en 1999 et + 5,9% en 1998). Cette croissance rapide de la valeur ajoutée a été induite par la répercussion par les entreprises de la hausse du coût des consommations intermédiaires dans les prix de production.

Le taux de marge (excédent brut d'exploitation/valeur ajoutée) des sociétés non financières, qui avait fortement baissé entre 1998 et 1999 du fait de la hausse très soutenue des salaires versés, induite par la progression de l'emploi salarié, s'est stabilisé à 32,6% en 2000. Les créations d'emploi en très grand nombre ont en effet été accompagnées d'une certaine modération salariale.

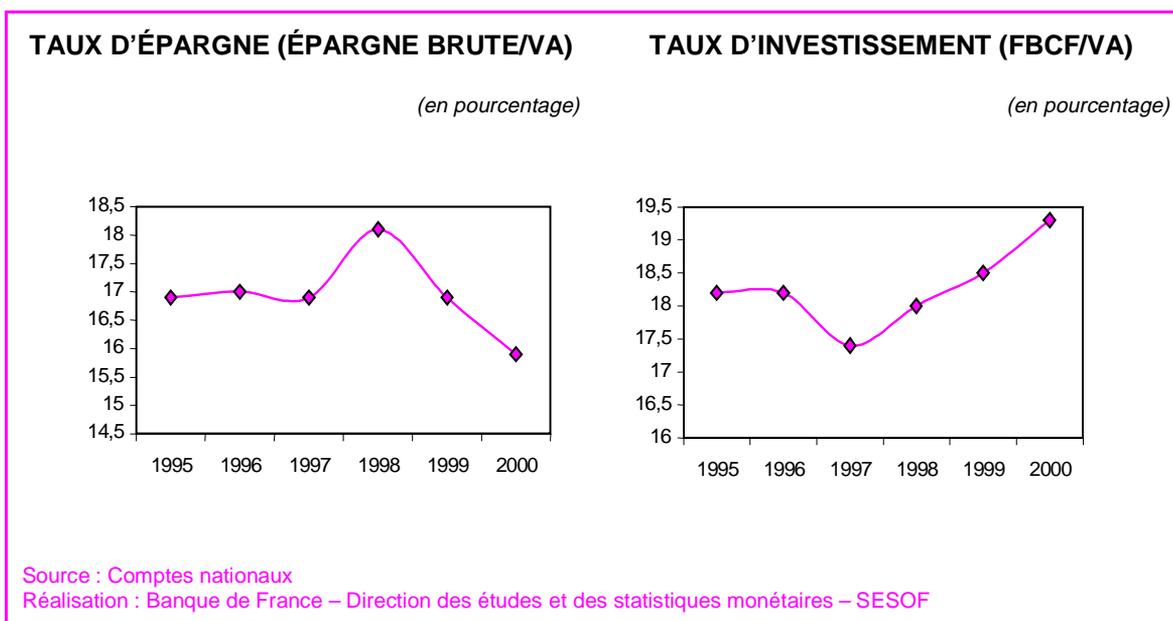


En raison des très bons résultats de l'exercice 1999, les revenus de la propriété nets versés par les sociétés non financières (intérêts et dividendes versés) en 2000 ont connu une très forte croissance. Ils ont progressé de + 11,7% en 2000 après + 3,1% en 1999, atteignant 85,4 milliards d'euros. Les seuls dividendes nets versés ont progressé de + 20,5%, atteignant 53,2 milliards d'euros en 2000 contre 44,2 milliards en 1999. Malgré la poursuite de la hausse des taux d'intérêt jusqu'au quatrième trimestre 2000, et en dépit de la hausse du taux d'endettement des sociétés non financières, le ratio de solvabilité (excédent brut d'exploitation/intérêts versés) a encore légèrement augmenté, de 4,2 en 1999 à 4,3 en 2000.



Un ralentissement de la hausse des versements au titre des impôts courants sur le revenu et sur le patrimoine (+ 8,9% en 2000 après + 22,9 % en 1999) est intervenu sur l'année 2000, malgré les bons résultats des entreprises en 1999. La disparition totale de la surtaxe de l'impôt sur les sociétés explique largement ce ralentissement.

Au final, en 2000, l'épargne brute des sociétés non financières a diminué pour la seconde année consécutive, de - 1,7% après - 3,1% en 1999. Le taux d'épargne (épargne brute/valeur ajoutée) a fléchi, passant de 16,9% à 15,9% et atteignant son niveau le plus bas depuis des années.



Pour faire face à une forte demande finale, les entreprises ont intensifié leur effort d'accumulation de capital. La FBCF a poursuivi sa croissance sur un rythme élevé (+ 8,9% en 2000, après + 6,5% en 1999 et + 9,6% en 1998), amenant le taux d'investissement à un niveau non atteint depuis longtemps (19,3%). La forte progression de la FBCF, ainsi que la variation des stocks (+ 9,7 milliards d'euros en 2000 après + 3,3 milliards en 1999), a considérablement gonflé le besoin de financement des sociétés non financières. Il s'est élevé à 26,7 milliards d'euros en 2000, contre seulement 3,9 milliards d'euros en 1999.

3.2.1. Les placements des sociétés

L'accumulation d'actifs financiers en 2000 s'est poursuivie sur le rythme élevé observé en 1999. Elle s'est élevée à 261,8 milliards d'euros après 186,3 milliards en 1999, soit respectivement 35,8% et 26,6% de la valeur ajoutée, alors que les flux annuels d'actifs financiers acquis par les sociétés non financières entre 1995 et 1998 n'avaient pas dépassé 70 milliards d'euros. L'accélération dans l'accumulation d'actifs financiers a été parallèle à l'intensification de la FBCF, et doit être appréhendée dans le contexte des prises de participations dans des entreprises étrangères.

Des opérations de fusions et acquisitions transfrontières de très grande envergure ont eu lieu en 2000. Les flux d'acquisition d'actions et d'autres participations par les sociétés non financières ont encore été exceptionnellement élevées. Elles ont atteint 129,3 milliards d'euros après 69,8 milliards en 1999. Les seuls flux d'achats nets d'actions de sociétés de l'Union européenne ont représenté 111 milliards d'euros. Les non-résidents ont également été très actifs, se portant acquéreurs d'actions cotées et non cotées de sociétés françaises pour un montant de 84,6 milliards d'euros. Ces mouvements renforcent l'intégration économique et financière dans l'Union européenne.

La formation d'actifs de trésorerie a encore augmenté, atteignant + 53,8 milliards d'euros en 2000. La hausse des rémunérations nominales sur le marché monétaire a surtout conduit les sociétés non financières à placer leurs flux de trésorerie en titres de créances négociables (+ 30,8 milliards d'euros) et en parts d'OPCVM monétaires (+ 4 milliards d'euros). Dans un contexte d'inflation faible, les sociétés ont continué d'accroître leurs dépôts transférables (+ 13,6 milliards d'euros en 2000, après + 5,5 milliards d'euros en 1999). Faibles en 1999, les flux de placements à vue à l'actif des entreprises ont été négatifs en 2000. La collecte sur les placements à échéance a continué de se redresser (+ 5,7 milliards d'euros en 2000) consécutivement à deux années de décollecte.

La consolidation par les sociétés non financières du compartiment obligataire de leur portefeuille notée en 1999 ne s'est pas renouvelée. Avec l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt, les entreprises ont repris leurs cessions d'obligations, comme en 1997 et 1998 (- 8,1 milliards d'euros).

FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES*(en pourcentage de la valeur ajoutée)*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Variation des actifs de trésorerie (1)	3,4	-0,2	1,0	1,2	6,2	7,4
Achats nets de valeurs mobilières	3,2	5,6	3,5	3,2	10,5	-1,1
<i>Obligations</i>	0,8	2,8	-0,7	-2,9	0,5	-1,1
<i>Actions et autres participations (hors OPCVM)</i>	2,4	2,8	4,2	6,1	10,0	17,7
OPCVM généraux et autres	-0,6	0,8	0,0	1,1	-0,2	3,9
Autres créances (2)	4,4	4,5	2,0	4,5	10,2	7,9
Total	10,4	10,8	6,5	10,0	26,6	35,8
Total hors actions et autres participations	8,0	8,0	2,3	3,9	16,7	18,1

(1) Dépôts, titres de créances négociables, OPCVM monétaires et avoirs à l'étranger.

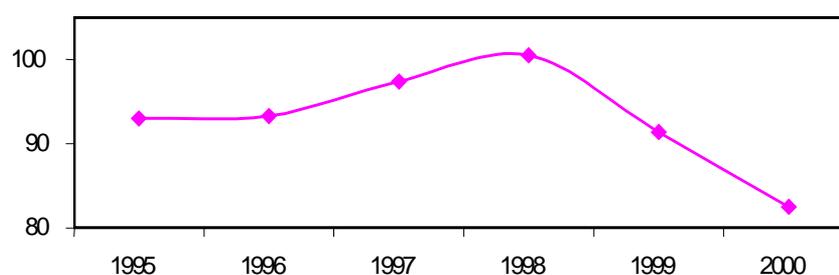
(2) Créances diverses sur les agents non financiers (produits dérivés, prêts, crédits commerciaux, réserves techniques d'assurance).

Source : Comptes nationaux financiers

Réalisation : Banque de France – Directions des études et des statistiques monétaires – SESOF

3.2.2. Les financements des sociétés

Le taux d'autofinancement (épargne brute/formation brute de capital fixe) a diminué pour la seconde année consécutive, passant de 91,4% en 1999 à 82,5% en 2000. Il a ainsi perdu près de 20 points en deux ans, conséquence de la baisse de l'épargne des sociétés non financières, d'une part, et de la vigueur de la FBCF, d'autre part.

TAUX D'AUTOFINANCEMENT (ÉPARGNE/FBCF)*(en pourcentage)*

Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Les fonds levés par émission d'actions ou d'autres titres de participation ont nettement progressé, pour la seconde année consécutive (+ 113,7 milliards d'euros après + 74,2 milliards en 1999). Cette forte augmentation est intervenue dans un contexte marqué par la légère baisse des indices de performance des places boursières, et semble avoir été très largement tirée par les achats des non-résidents, dont on rappellera qu'ils se sont portés acquéreurs de 84,6 milliards d'euros

d'actions françaises. Dans une moindre mesure, les secteurs institutionnels résidents (dont les ménages) ont également été acheteurs.

Les émissions d'actions cotées dans le secteur des sociétés non financières ont, plus que les années précédentes, été induites par les opérations de fusions et acquisitions transfrontières et par les introductions en bourse de filiales de sociétés (Wanadoo, Vivendi Environnement par exemple). Les ouvertures de capital d'entreprises publiques, qui avaient animé le marché des actions jusqu'en 1998, ont été assez limitées en 2000.

FLUX DE FINANCEMENTS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET RATIO DE DETTES							
<i>(en milliards d'euros)</i>							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Encours au 31/12/2000
Endettement bancaire	14,8	- 9,2	3,8	4,8	28,0	45,8	534,2
<i>Crédit à court terme</i>	8,5	- 6,8	7,0	- 3,2	2,5	19,4	141,1
<i>Crédit à long terme</i>	6,3	- 2,5	- 3,2	8,0	25,5	26,4	393,2
Autres crédits (hors crédits commerciaux)	18,3	29,1	17,4	14,9	12,4	14,1	302,5
<i>Crédits à court terme</i>	4,0	9,3	9,3	12,7	13,9	13,7	91,6
<i>Crédits à long terme</i>	14,2	19,1	8,4	2,9	- 1,0	- 0,9	199,9
<i>Intérêts courus non échus</i>	0,2	0,7	- 0,3	- 0,7	- 0,5	1,3	11,0
Titres de créance négociables	- 2,4	8,0	0,9	3,0	10,3	24,3	75,1
Obligations	0,8	3,6	6,8	11,0	20,7	18,6	177,6
Autres dettes (1)	9,6	9,6	- 10,7	- 32,5	7,1	17,6	32,3
Total des dettes (1)	41,0	41,2	18,2	1,2	78,4	120,5	1 121,7
Part de l'endettement auprès des I.F. dans le total des dettes	53,4%	49,1%	49,5%	50,9%	48,5%	47,6%	
Dettes (1) valeur ajoutée	143,8%	149,8%	145,4%	134,0%	144,2%	153,2%	
Actions et autres participations	33,7	44,6	48,1	52,8	74,2	113,7	4 094,1

(1) Dette totale, y compris les crédits entre agents non financiers. Les autres comptes (crédits commerciaux et décalages comptables) sont comptabilisés nets des créances.

Source : Comptes nationaux
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

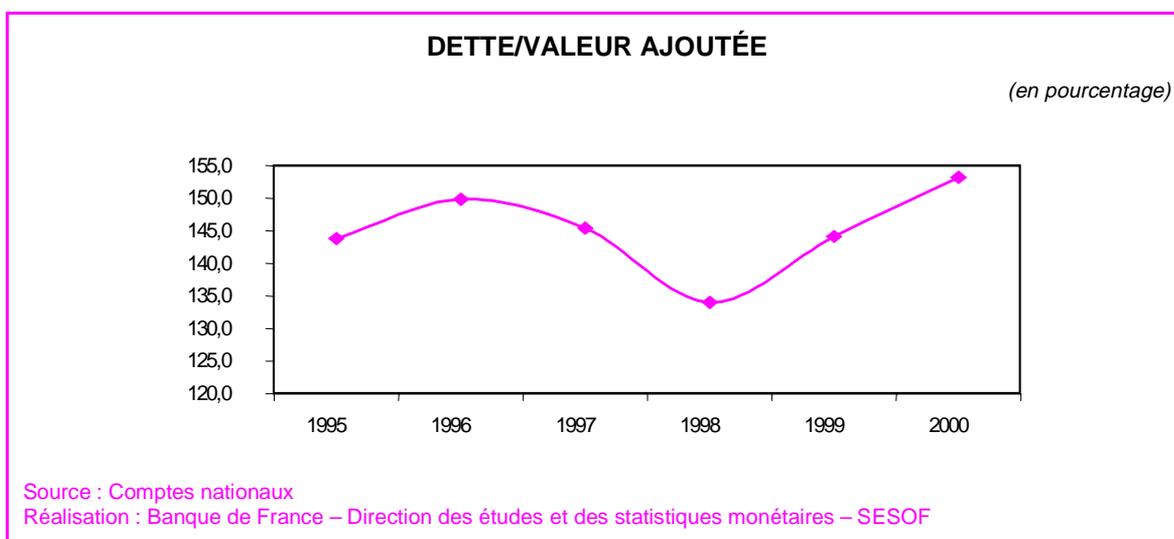
La levée de fonds par voie d'endettement a été particulièrement forte sur les maturités de court et de moyen terme sur le marché des titres de créances négociables d'une part, *via* l'octroi de crédits bancaires d'autres part.

Les émissions de titres de créances négociables (billets de trésorerie et EMTN — *Euro medium term notes* — principalement) ont atteint 24,3 milliards d'euros en 2000, après 10,3 milliards d'euros en 1999 et seulement 3 milliards d'euros en 1998. Malgré des anticipations de remontée des taux d'intérêt, les billets de trésorerie semblent avoir bénéficié de leurs conditions d'émission, plus souples que celles des titres obligataires. Les émissions de titres de créances négociables ont largement assuré le financement du secteur des télécommunications. France Télécom a ainsi réalisé 4,5 milliards d'euros d'émissions de billets de trésorerie, soit un tiers du total.

Les émissions obligataires par les sociétés non financières n'ont affiché qu'un léger retrait par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés atteints en 1999 (+ 18,6 milliards d'euros en 2000, après + 20,7 milliards en 1999). Ces émissions massives, dont près de la moitié ont été induites par le besoin de financement du secteur des télécommunications, contrastent avec la réduction des émissions des administrations publiques et avec le programme de rachat de 10 milliards d'euros mis en œuvre au deuxième semestre. Un vrai rééquilibrage des parts respectives des émissions privées et publiques s'opère donc, désormais. Enfin, les émissions d'obligations convertibles en actions ont été très dynamiques en 2000, à rapprocher des augmentations de capital déjà importantes.

Au total, le stock d'endettement bancaire a progressé de + 9,1% en 2000, après + 6,2% en 1998. Toutefois, du fait de la forte croissance des financements obtenus par émission de titres de créances, la part de l'endettement bancaire a continué de diminuer, passant de 48,5% à 47,6% du total des dettes.

Après une forte augmentation en 1999, les flux de crédits à long terme se sont maintenus à un niveau élevé (+ 26,4 milliards d'euros en 2000, après + 25,5 milliards d'euros en 1999 et + 8 milliards d'euros en 1998), traduisant là, une hausse du taux d'investissement des sociétés non financières. Mais c'est sur le compartiment des crédits à court terme que l'endettement bancaire a progressé le plus rapidement (+ 19,4 milliards d'euros en 2000, après + 2,5 milliards en 1999), reflétant les importants besoins de financement induits par le niveau de l'activité, et coïncidant avec une période de forte constitution de stocks.



Pour la seconde année consécutive, la dette rapportée à la valeur ajoutée croît de près de dix points, passant de 144,2% à 153,2%. D'un coût jugé faible, le financement externe des projets d'investissement a permis aux entreprises de privilégier la recherche de rentabilité sur leurs fonds propres.

TABLEAU SIMPLIFIÉ D'EMPLOIS – RESSOURCES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES*(en milliards d'euros)*

Emplois	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dépenses courantes nettes	533,1	543,3	555,6	575,8	597,7	623,7
<i>Rémunérations des salariés (1)</i>	411,3	419,3	430,2	446,6	467,6	490,7
Investissement (2)	110,2	111,4	111,0	121,6	129,6	141,1
Variation des stocks	3,1	-3,5	0,2	5,9	3,3	9,6
Variation des actifs de trésorerie (3)	20,5	-0,7	6,2	7,6	43,2	53,8
Achats nets de valeurs mobilières	15,5	39,0	21,9	30,2	71,3	135,5
<i>Obligations</i>	4,8	17,2	-4,7	-19,5	3,5	-8,1
<i>Actions, participations</i>	14,8	17,5	26,9	41,2	69,8	129,3
<i>Titres OPCVM généraux</i>	-4,1	4,4	-0,3	8,6	-2,0	14,2
Autres créances (4)	49,1	49,2	66,1	60,4	-18,3	-101,1
Total des emplois	731,5	738,8	761,0	801,6	826,7	862,6
Ressources	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Valeur ajoutée brute	606,6	613,5	638,1	675,8	699,9	732,1
Transferts nets en capital et aides à l'investissement	8,6	10,5	9,6	11,1	13,0	10,3
Crédits reçus des I.F. (5)	14,8	-9,2	3,8	4,8	28,0	45,8
Autres emprunts nets	18,1	28,4	17,7	15,6	12,9	12,8
Émissions de titres	32,0	56,2	55,9	66,8	105,2	156,2
<i>Titres de créances négociables</i>	-2,5	8,0	1,0	3,0	10,3	18,6
<i>Obligations</i>	0,8	3,6	6,8	11,0	20,7	23,9
<i>Actions et autres participations</i>	33,7	44,6	48,1	52,8	74,2	113,7
Autres engagements et ajustements (6)	51,4	39,4	35,8	27,4	-32,2	-94,7
Total des ressources	731,5	738,8	761,0	801,6	826,7	862,6

(1) Salaires, traitements bruts et cotisations sociales.

(2) FBCF et acquisitions nettes de terrains et d'actifs incorporels, y compris investissements des sociétés de location de logement (HLM).

(3) Y compris titres de créances négociables, avoirs à l'étranger et OPCVM monétaires.

(4) Créances diverses sur agents non financiers, (prêts, crédits commerciaux, réserves techniques d'assurance).

(5) Y compris les emprunts des sociétés de location de logements (HLM).

(6) Refinancements, crédits commerciaux obtenus, décalages comptables, ajustement résultant des différences entre comptes économique et financier.

Source : Comptes de la Nation

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

ENCOURS DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES						
<i>(en milliards d'euros)</i>						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Numéraire et dépôts	673,9	709,0	755,3	775,9	817,5	822,9
Billets et pièces	37,7	37,7	38,2	38,7	41,9	41,5
Dépôts transférables	166,0	166,9	172,2	170,0	200,3	210,8
Placements à vue	218,9	233,6	253,8	268,5	271,2	272,0
Placements à échéance	73,9	56,8	49,1	42,7	36,9	42,5
Épargne contractuelle	177,5	214,0	242,1	256,0	267,2	256,1
Valeurs mobilières	739,3	856,0	954,4	1 150,4	1 554,1	1 567,9
Titres de créances négociables	5,3	8,1	11,9	11,5	4,6	12,5
Obligations	89,3	84,1	61,2	65,5	69,6	59,0
Actions, participations	430,5	555,0	676,2	848,9	1 221,2	1 226,3
Cotées	75,5	93,1	107,0	106,6	123,1	127,5
Non cotées	278,8	377,5	479,0	644,1	994,2	988,0
Autres participations	76,1	84,4	90,2	98,3	103,9	110,8
Titres d'OPCVM	214,2	208,7	205,0	224,4	258,6	270,1
dont OPCVM monétaires	64,6	46,2	35,6	31,3	27,7	29,7
Créances sur les sociétés d'assurance	399,8	466,1	545,1	608,0	689,5	765,1
Total des placements financiers	1 813,0	2 031,0	2 254,9	2 534,3	3 061,1	3 155,9

Source : Comptes nationaux
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

3.3. Le comportement financier des administrations publiques

3.3.1. Les soldes financiers

Le redressement du solde des administrations publiques s'est poursuivi, à un rythme toutefois moins soutenu qu'en 1999, revenant à -1,4% du PIB en 2000, contre -1,6% l'année précédente. Ce redressement, résulte essentiellement de l'amélioration du solde des administrations de sécurité sociale (+0,3 point) dont l'excédent, en forte augmentation, s'établit à 54,6 milliards de francs, soit 0,6% du PIB. Les importantes créations d'emploi enregistrées en 2000 (506 000 selon l'Unedic) ont engendré de fortes rentrées de cotisations sociales et de CSG (contribution sociale généralisée) et réduit les dépenses de prestations chômage. Par ailleurs, les prestations vieillesse ralentissent en raison de l'arrivée des classes d'âge creuse de la seconde guerre mondiale.

Le besoin de financement de l'État est resté quasiment stable à 221 milliards contre 219,6 en 1999. La contraction du déficit de l'État s'explique par la hausse spontanée des recettes fiscales, liée au dynamisme de la conjoncture. Par ailleurs, les objectifs de contrôle des dépenses inscrits dans le programme pluriannuel de dépenses publiques ont conduit l'État à limiter nettement la progression des dépenses primaires (+0,3% en volume en 2000). Compte tenu du poids des dépenses incompressibles et de la progression tendancielle d'un certain nombre de postes représentant une part prépondérante du budget de l'État (pensions, salaires publics, dépenses

sociales), l'évolution des autres dépenses a été davantage contrainte. Le poids des charges d'intérêt s'est stabilisé, à 3,3%, contre 3,6% en 1998.

En 2000, le solde public de la zone Euro s'établit à - 0,8% du PIB, en amélioration de 0,4 point (données SEC95)⁴. L'excédent primaire progresse également et passe de 3,0% en 1999 à 3,3% en 2000.

CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES				
<i>(en pourcentage du PIB)</i>				
	1997	1998	1999	2000
Administrations Publiques Centrales (APUC)	- 2,9	- 2,9	- 2,3	- 2,2
<i>État</i>	- 3,6	- 3,0	- 2,5	- 2,4
<i>Organismes Divers d'administration centrale (ODAC)</i>	0,7	0,1	0,2	0,2
Administrations publiques locales (APUL)	0,2	0,3	0,4	0,3
Administrations de sécurité sociale (ASSO)	- 0,4	- 0,1	0,3	0,6
Administrations publiques (APU)	- 3,0	- 2,7	- 1,6	- 1,3

Source : Comptes de la Nation, SEC95
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

Après être redevenue positive en 1998, l'épargne brute publique qui représente l'excédent de ressources courantes disponible pour l'accumulation du capital a encore augmenté. Elle s'élève à 2,2% du PIB, après 2,1% en 1999 et 1,1% en 1998. Elle a permis de financer la nette reprise de l'investissement public amorcée en 1998 et prolongée plus modérément en 1999.

ÉPARGNE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	1996	1997	1998	1999	2000
Épargne brute	- 22.8	- 4.4	90.0	186.2	201.5

Source : Comptes de la Nation, SEC95
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

Le solde ajusté du cycle⁵ des administrations publiques, s'est légèrement dégradé en 2000 (+ 0,1 point) pour atteindre 1,5% du PIB. La partie conjoncturelle de la capacité de financement,

⁴ Le solde des administrations publiques de la zone Euro s'élève à 0,3% du PIB en 2000, y compris les recettes d'UMTS. Le solde primaire y compris les recettes d'UMTS est de 4,4% du PIB.

⁵ La capacité de financement des administrations publiques peut être décomposée en une part dite « structurelle » ou « ajustée » du cycle et une part dite « conjoncturelle ». La première correspond au solde budgétaire que l'on observerait si l'économie se situait sur son sentier de croissance de long terme (la production serait alors à son niveau tendanciel ou potentiel selon la méthodologie utilisée). La seconde composante représente la part du solde public qui est due uniquement aux fluctuations de la conjoncture économique, sans qu'aucune mesure discrétionnaire n'intervienne. Le calcul du solde structurel repose sur l'évaluation d'élasticités budgétaires et d'un indicateur permettant d'identifier les écarts à leur tendance du PIB (« *output gap* ») ou d'autres variables macroéconomiques. Ces deux paramètres donnent lieu à de nombreux débats autour de leur évaluation. L'analyse de cette décomposition en deux parties inobservables du solde budgétaire est donc entourée de nombreuses incertitudes.

qui résulte des fluctuations de l'activité par rapport à son niveau potentiel de moyen terme, passe de - 0,2% du PIB à + 0,1%.

SOLDE AJUSTÉ DU CYCLE ET SOLDE CONJONCTUREL DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES				
<i>(en pourcentage du PIB)</i>				
	1997	1998	1999	2000
Solde ajusté du cycle	- 2,6	- 2,1	- 1,4	- 1,5
Solde conjoncturel	- 0,9	- 0,6	- 0,2	0,1
Soulte France Télécom	0,5			
Solde total hors soulte FT	- 3,5	- 2,7	- 1,6	- 1,4

Source : Comptes de la Nation, SEC95, calculs Banque de France – FIPU
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

Le solde primaire des administrations, calculé comme la capacité de financement totale des APU hors charge d'intérêt, continue de s'améliorer en 2000 mais plus modérément que l'année précédente. Il s'élève à 1,9% du PIB après 1,7% en 1999.

Le poids des dépenses publiques primaires dans le PIB a dépassé de près d'un point la norme de progression qui avait été fixée d'abord pour l'État par la Loi de finances pour 1999 et ensuite pour l'ensemble des APU dans le programme pluriannuel pour 2000-2002⁶. Néanmoins, les dépenses primaires se sont repliées de 50,3% en 1999 à 49,9% du PIB en 2000. Cette réduction s'explique, d'une part, par la diminution du poids des prestations sociales (de 27,6% du PIB à 27,0%) et d'autre part, par la stabilisation du ratio dépenses de fonctionnement/PIB, en liaison, en particulier, avec le maintien des rémunérations à 13,5% du PIB depuis 1998.

Par ailleurs, les charges d'intérêt brut, en baisse en 1999, cessent de bénéficier de la baisse des taux d'intérêt des années passées mais bénéficient toujours de l'allègement des déficits. Si les intérêts progressent légèrement en valeur en 2000, leur poids dans le PIB recule de 0,1% pour s'établir à 3,3%.

SOLDE PRIMAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES				
<i>(en pourcentage du PIB)</i>				
	1997	1998	1999	2000
Solde primaire	0,7	0,9	1,7	1,9

Source : Comptes de la Nation, SEC95, calculs Banque de France – FIPU
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

La hausse spontanée des recettes fiscales, en particulier de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu, liée au dynamisme de la conjoncture et de l'emploi, a été toutefois atténuée par les mesures d'allègement d'impôts engagées en 2000 : application d'un taux réduit de TVA

⁶ Le programme pluriannuel des finances publiques pour 2000-2002, déposé au début de 1999, retenait un objectif de progression en volume des administrations publiques de 1% par an pour la période 1999-2002.

pour les travaux dans le logement, baisse de 1 point du taux normal de TVA, mise en place du mécanisme de TIPP flottante, réduction de 1 point du taux des premières tranches de l'impôt sur le revenu, réforme de la taxe d'habitation, suppression de la surtaxe de 15% sur l'impôt sur les bénéfices des sociétés, suppression progressive du droit de bail. Les prélèvements obligatoires progressent de 3% (contre 5,3% en 1999) alors que, dans le même temps, le PIB en valeur augmente de plus de 4%. Au total, le taux de prélèvements obligatoires se réduit en 2000 pour s'établir à 45,2% du PIB contre 45,6% en 1999.

3.3.2. Les opérations financières

Les dettes et les créances de l'État

En 2000, le besoin de financement de l'État, a été couvert par des émissions nettes de titres à hauteur de 32,6 milliards d'euros, après 22,9 en 1999. L'État a fortement réduit ses émissions obligataires nettes (22,6 milliards d'euros après 31,8), grâce notamment au programme de rachat réalisé en fin d'année. Annoncé en juillet 2000, ce programme a été mis en œuvre dès septembre, pour un montant total d'environ 10 milliards d'euros, principalement au moyen d'adjudications à l'envers (8,5 milliards d'euros) et, dans une moindre mesure par le biais d'opérations de gré à gré. En outre, compte tenu du niveau relativement bas de sa trésorerie tout au long de l'année, l'État n'a pas été au-delà du programme annoncé de rachat de titres publics.

L'activité du fonds de soutien des rentes (FSR) très réduite au cours des années précédentes, a été nulle en 2000.

En 2000, l'État a nettement privilégié les bons du Trésor à taux fixe : il est à nouveau émetteur net de ce type de titres (10,2 milliards d'euros), alors qu'en 1999, les remboursements avaient excédé les émissions (- 5,5 milliards d'euros). Le recours accru de l'État aux BTF s'explique par la perte du financement monétaire liée à l'arrêt de la centralisation progressive des comptes chèques postaux.

Par contre, les BTAN ont fait l'objet d'amortissements supérieurs aux émissions brutes, induisant une diminution de l'encours de 0,3 milliard d'euros, après une augmentation de 4,7 milliards d'euros en 1999.

Au total, l'encours de titres de dette à court et moyen termes (BTF et BTAN) s'est accru de 9 milliards d'euros contrastant avec la baisse de 8,8 milliards d'euros enregistrée en 1999.

L'année 2000 s'est caractérisée par une modification sensible de la structure de la dette de l'État, au détriment de la partie non négociable et au profit des émissions de titres à court et long termes.

Par ailleurs, les recettes de privatisation se sont situées très en retrait par rapport aux années 1998 et 1999 (seulement 1,4 milliard d'euros après respectivement 7,8 et 6,7). Elles ont été réalisées en grande partie lors de la mise en place du groupe EADS (1,1 milliard d'euros) et ont servi essentiellement à renflouer, sous la forme de dotations à des entreprises publiques, le réseau ferré de France (RFF) et les Charbonnages de France.

Les opérations financières des organismes divers d'administrations centrales (Odac)

Contrairement à l'année 1999 où elles avaient bénéficié des recettes de privatisation du Crédit lyonnais, les structures de défaisance — EPFR et CDR ⁷, classées dans le secteur des organismes divers d'administrations centrales (Odac), ont cédé assez peu d'actifs. De ce fait, elles n'ont pas procédé à des remboursements importants de leur dette bancaire.

Par ailleurs, la dette de la Cades (Caisse d'amortissement de la dette sociale) a faiblement évolué : celle-ci a néanmoins légèrement réduit sa composante obligataire, notamment celle en devises tierces (-0,9 milliard d'euros) et augmenté ses émissions de titres de créances à court terme sur les marchés étrangers (1,1 milliard d'euros).

Les opérations financières des administrations publiques locales

Les opérations financières des administrations publiques locales (APUL) ont été assez limitées en 2000. Dans la continuité de la tendance observée ces dernières années, les APUL, se sont légèrement désendettées (1,2 milliard d'euros) grâce notamment à leur capacité de financement qui s'est maintenue à un niveau relativement élevé (0,3% du PIB).

Du côté des créances, les APUL ont placé leurs trésoreries au Trésor (1,7 milliard d'euros). Les autres placements qu'elles ont effectués, notamment sous forme de titres, ont été tout à fait négligeables.

Les opérations financières des administrations de sécurité sociale.

En dépit d'un fort accroissement de leur excédent (0,6% du PIB), les administrations de sécurité sociale n'ont pas cherché à réduire leur endettement, qui est resté stable en 2000.

En outre, la capacité de financement de ce secteur est très inégalement répartie : le solde du régime général est équilibré alors que le fonds destiné au financement des 35 heures présente un déficit d'environ 1,5 milliard d'euros et que le fonds de réserve des retraites (FRR) a été abondé (> 3 milliards d'euros). De même, les excédents des régimes complémentaires Agirc (régime de retraite complémentaire des cadres) et Arrco (Association des régimes de retraite complémentaires) ont continué de progresser.

Au total, les excédents ont été investis sous forme de dépôts (1,6 milliard d'euros), d'obligations (3,8 milliards d'euros, dont l'essentiel provient des placements du FRR), et de titres d'OPCVM (1,3 milliard d'euros).

Évolution de la dette de l'État

Les opérations de « gestion active » de la dette de l'État (fortes émissions de BTF, rachat de titres à moyen et long terme) ont modifié la structure de celle-ci et se sont traduites par une réduction de la durée de vie résiduelle de la dette négociable de l'État qui s'élève à six ans et 60 jours environ à fin 2000, contre 6 ans et environ 100 jours à fin 1999.

Néanmoins, les titres à moyen et long terme continuent d'être le support privilégié du financement de l'État ; la part des obligations dans l'endettement total de l'État reste élevée puisqu'elle atteint près de 60% en 2000.

⁷ Établissement public de financement et de restructuration et Consortium de réalisation.

La variation de la dette publique au sens du Traité de Maastricht n'est pas égale au seul déficit mais résulte de la somme de ce déficit et des flux nets de créances.

La dette Maastricht est, elle-même, définie selon une méthodologie particulière : elle est brute (sans déduction des avoirs de trésorerie ou des participations de l'État), en valeur nominale (c'est-à-dire égale au montant qui devra être remboursé par l'emprunteur), consolidée à l'intérieur du secteur APU, à l'exclusion des crédits commerciaux et des décalages comptables.

En 2000, néanmoins, et contrairement aux années précédentes, le montant nominal de la dette « au sens de Maastricht » augmente d'un montant équivalent à celui du déficit, soit environ 19 milliards d'euros.

Le ratio de dette publique, au sens du Traité de Maastricht, s'élève à 58% du PIB en 2000⁸, contre 58,4% dans le programme de stabilité et de croissance. Il s'éloigne désormais du seuil des 60% qu'il avait néanmoins effleuré à la fin de 1998 (59,7%).

Ce ratio place la France dans une situation relativement favorable au sein de la zone euro et de l'Europe des quinze où les ratios moyens d'endettement s'établissent respectivement à 69,7% et à 64,2%. En outre, certains pays ont déjà bénéficié des recettes UMTS qu'ils ont parfois affectées — au moins partiellement — au rachat de titres publics alors que la France n'enregistrera ces recettes qu'à partir de 2001. Néanmoins, en termes de classement au sein de l'Europe des quinze, la France n'occupe que la septième place.

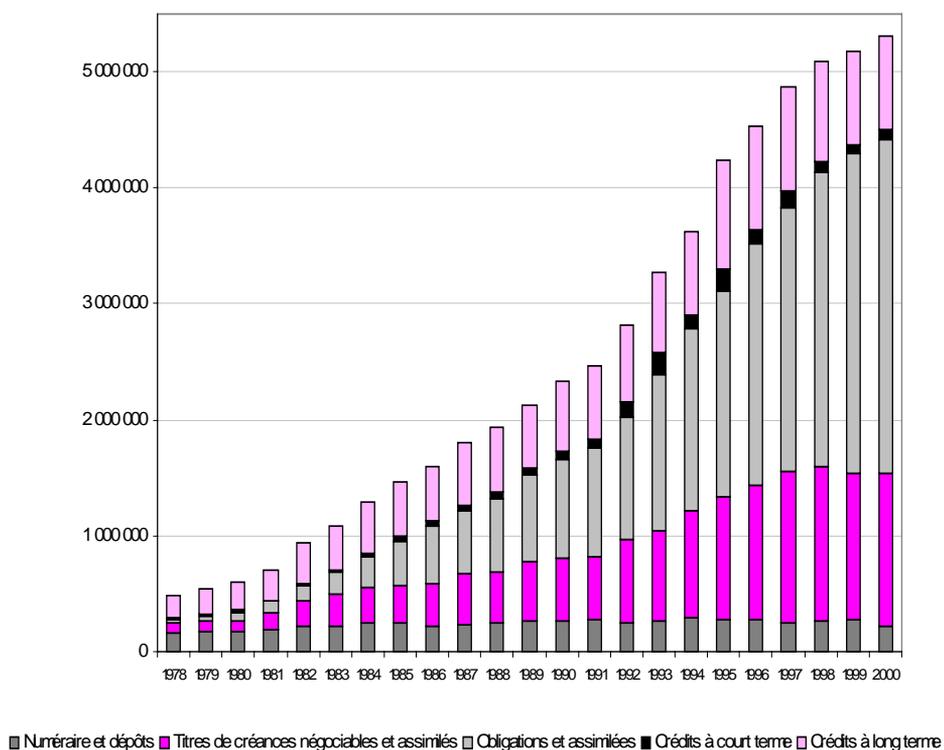
⁸ Selon les chiffres notifiés à la Commission européenne au début du mois de mars 2001

TABLEAU DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT		
<i>(en milliards d'euros)</i>		
	2000	2001
Besoin d'emprunt		
<i>Déficit budgétaire (avant UMTS)</i>	31,9	28,4
<i>Recettes UMTS</i>		- 16,0
<i>Recettes UMTS directement affectées à la CADEP</i>		- 2,1
<i>Variation créances financières liées aux UMTS</i>		16,0
<i>Engagements divers de l'État</i>	1,2	1,3
<i>Amortissement dette à moyen et long terme</i>	57,3	51,7
<i>Rachats de dette</i>	10,0	2,1
<i>Variation du compte du Trésor (1)</i>	- 12,7	0,0
Total à emprunter	87,7	81,4
Emprunts		
<i>OAT</i>	48,0	42,1
<i>BTAN</i>	42,0	38,0
Financement à moyen et long terme	90,0	80,1
<i>Variation nette des BTF</i>	10,2	6,3
<i>Variation nette des dépôts des correspondants</i>	- 12,5	- 5,2
<i>Financement à court terme</i>	- 2,3	1,2
Total emprunté	87,7	81,3
(1) Un signe négatif correspond à une diminution de créances.		
Source : Ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie		
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF		

TABLEAU DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES		
<i>(en milliards d'euros)</i>		
	2000	2001
Besoin d'emprunt		
<i>Déficit des APU</i>	23,0	14,5
<i>Recettes UMTS</i>		- 16,0
<i>Recettes UMTS directement affectées à la CADEP</i>		- 2,1
<i>Variation créances financières liées aux UMTS</i>	0,0	16,0
<i>Engagements divers</i>	1,2	1,3
<i>Variation des autres créances</i>	4,5	9,0
<i>Amortissement dette à moyen et long terme</i>	58,8	53,4
<i>Remboursement de crédits à moyen / long terme</i>	3,0	3,0
<i>Rachats de dette</i>	10,0	2,1
<i>Variation du compte du Trésor</i>	- 12,7	0,0
Total à emprunter	87,8	81,2
Emprunts		
<i>Obligations</i>	49,2	42,1
<i>BTAN</i>	42,0	38,0
Financement à moyen et long terme	91,2	80,1
<i>Variation nette des titres à court terme</i>	9,0	6,3
<i>Variation nette des dépôts des correspondants</i>	- 12,5	- 5,2
Financement à court terme	- 3,5	1,1
Total emprunté	87,8	81,2
Source : Banque de France, MINEFI		
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF		

DETTE MAASTRICHT PAR OPÉRATION TOUS SECTEURS CONFONDUS

(en milliards de francs)



Source : Banque de France, MINEFI

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF



Fiche thématique

n° 3.a.

PERSPECTIVES À MOYEN TERME DE L'ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT PUBLIC EN EUROPE

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, les pays européens ont réduit leurs déficits publics, voire dégagé des excédents budgétaires permettant une sensible réduction de l'endettement public¹. Selon Eurostat, la dette publique de l'Union européenne — au sens du Traité de Maastricht — a atteint 64,2% du PIB fin 2000, contre 72,6% du PIB fin 1996 ; celle de l'Union monétaire a atteint 69,7% du PIB fin 2000, contre 74,5% du PIB fin 1996.

Le processus d'unification monétaire a conduit à définir des règles strictes en matière de politiques de finances publiques contribuant à la sensible réduction des endettements publics. Dans la phase préparatoire à l'Union monétaire, l'assainissement budgétaire a été incontestable ; pourtant, depuis 1999, les politiques budgétaires de l'Union tendent à diverger.

1. L'Union monétaire définit un cadre pour l'évolution des finances publiques en Europe

La naissance de l'Union monétaire le 1^{er} janvier 1999 a été précédée par l'adhésion des pays candidats aux critères de convergence du Traité de Maastricht et, notamment, l'article 104C précise le caractère soutenable des grandeurs budgétaires en termes d'évolution des déficits et de niveau de la dette. Ainsi, le rapport entre la dette publique et le PIB ne doit pas dépasser une valeur de référence fixée à 60% du PIB, à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne s'approche de cette valeur de référence à un rythme satisfaisant. Ces dispositions ont été complétées en 1997 par le Pacte de stabilité et de croissance qui prévoit, en particulier, que le solde des administrations publiques doit se trouver à l'équilibre ou en excédent sur l'ensemble d'un cycle économique.

Pourtant, la hiérarchisation des priorités dans la gestion des comptes publics dans une phase de conjoncture haute a été rappelée lors du Comité économique et financier du 20 janvier 2000. Ainsi, l'amélioration des recettes publiques doit être affectée en priorité à la diminution du déficit et de la dette : la réduction des dépenses publiques est donc présentée comme un préalable à la diminution de la pression fiscale.

¹ Selon le scénario le plus favorable du ministère de l'Économie et des finances et de l'industrie (programme pluriannuel 2002-2004), l'extinction de la dette publique française est envisageable à l'horizon 2020, sous réserve d'un effort d'épargne important des APU et du maintien d'une croissance durable à 3% du PIB. Dans un contexte de forte croissance économique, les États-Unis ont également programmé le remboursement comparable de la dette publique à l'horizon 2012.

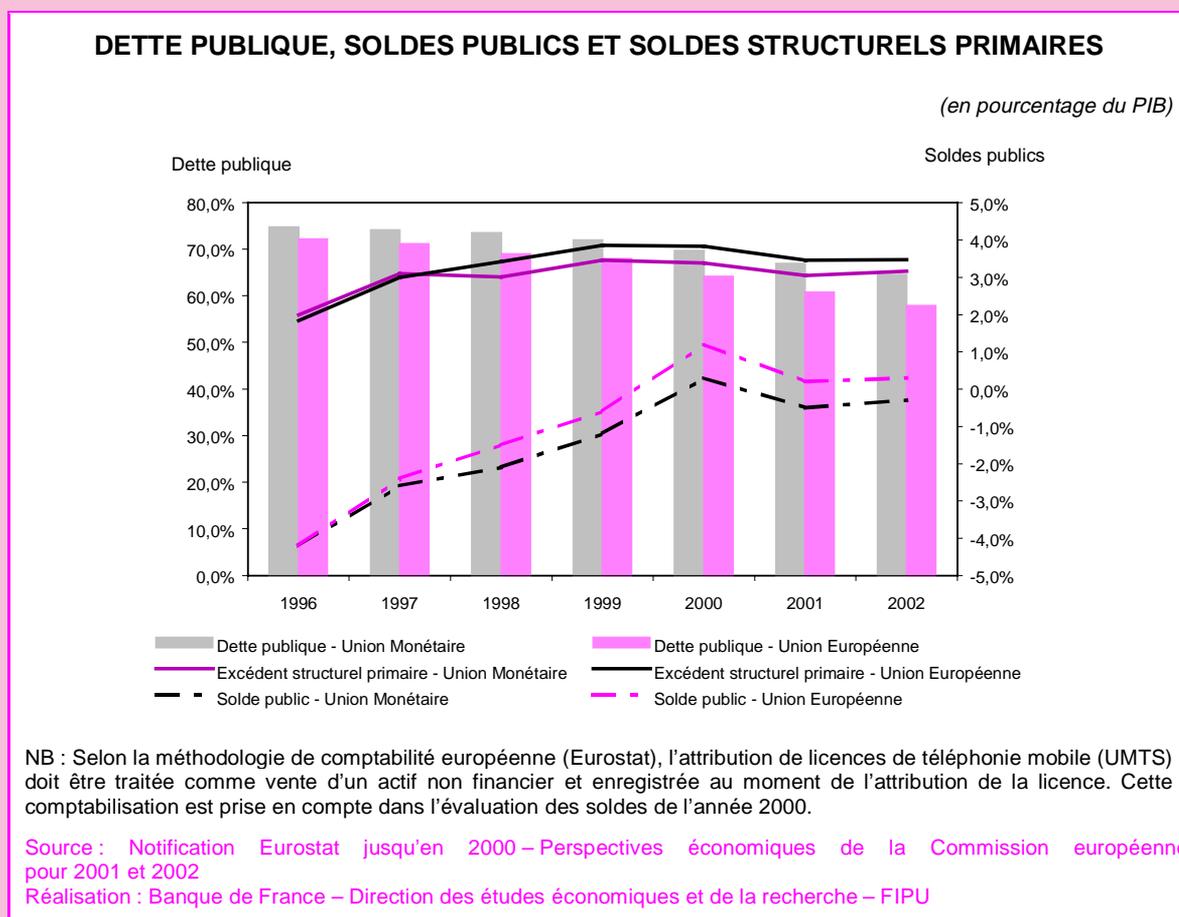
À l'occasion du Conseil européen de Lisbonne (23-24 mars 2000), les pays de la Communauté européenne se sont engagés à profiter des bonnes conditions économiques pour orienter leurs politiques d'assainissement budgétaire à long terme selon deux priorités :

- anticiper les conséquences du vieillissement de la population sur les finances publiques ;
- favoriser le plein emploi par la réduction des trappes à pauvreté.

À moyen terme, l'assainissement budgétaire engagé, dès la phase préparatoire à l'Union monétaire, devrait se poursuivre en Europe, malgré quelques divergences dans les politiques mises en place favorisant ainsi une diminution accélérée des ratios d'endettement public en Europe.

2. Dans la phase préparatoire à l'Union monétaire, l'assainissement budgétaire a été incontestable

L'évolution des soldes structurels primaires² montre un assainissement budgétaire sensible, qui illustre les efforts menés pour se conformer aux exigences du Traité de Maastricht. Positifs depuis 1995, les soldes structurels primaires de l'Union ont crû constamment jusqu'en 1999 pour se stabiliser autour de 3,5% du PIB en 2000 et au-delà, selon les perspectives économiques de la Commission européenne.



² Solde structurel primaire = solde ajusté du cycle et hors charges d'intérêt (ou « service de la dette »). Son analyse corrélée à celle des recettes et des dépenses publiques permet d'apprécier l'évolution de la partie maîtrisable de la dette, c'est-à-dire des politiques budgétaires menées par les gouvernements.

Les conditions économiques se sont prêtées à la diminution de l'endettement public : la croissance économique a été soutenue par un abaissement progressif des taux d'intérêt, permettant un allègement du service de la dette. La dette publique a donc atteint son niveau maximum en 1996, soit 74,5% du PIB pour la zone euro et 72,6% pour l'Europe communautaire, avant d'engager sa décrue.

SOLDES STABILISANT LA DETTE UNION MONÉTAIRE – UNION EUROPÉENNE					
<i>(pourcentage en points de PIB)</i>					
	1993	1996	1998	1999	2000
Union monétaire					
Coût apparent (charge d'intérêts/dette)	9,3	8,1	6,6	6,0	5,9
Solde stabilisant la dette (1)	- 0,6	- 2,9	- 2,9	- 3,1	- 3,2
Solde primaire stabilisant la dette	4,9	2,7	1,8	1,1	0,9
Solde public (2)	- 5,5	- 4,2	- 2,1	- 1,2	0,3
Différence (2) – (1)	- 4,9	- 1,3	0,8	1,9	3,5
Dette publique	65,1	74,5	73,5	72,0	69,7
Union européenne					
Coût apparent (charge d'intérêts/dette)	9,2	8,3	6,8	6,3	6,1
Solde stabilisant la dette (1)	- 0,1	- 3,3	- 3,1	- 3,3	- 4,0
Solde primaire stabilisant la dette	5,1	2,2	1,5	0,8	- 0,1
Solde public (2)	- 6,1	- 4,2	- 1,5	- 0,6	1,2
Différence (2) – (1)	- 6,0	- 0,9	1,6	2,7	5,2
Dette publique	63,9	72,6	68,9	68,0	64,2

Source : Notification Eurostat jusqu'en 2000. Perspectives économiques de la Commission européenne pour 2001 et 2002
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

Le fort ralentissement économique de 1993, qui a dégradé les comptes publics de l'ensemble des pays européens est illustré par l'écart entre le solde public et le solde stabilisant la dette³ ; fortement négatif en 1993 (- 4,9 points de PIB), il est devenu positif en 1998, année de stabilisation du ratio dette sur PIB, et a continué à croître depuis pour atteindre + 3,5 points en 2000. Le coût apparent de la baisse de la dette publique mesuré par le ratio charge d'intérêts sur dette publique est revenu à 5,9% en 2000 dans la zone euro contre 8,1% en 1996.

³ Le solde stabilisant la dette est le solde public théorique permettant de ne pas accroître le ratio de dette publique sur PIB par référence au ratio de l'année précédente ; son estimation dépend de la croissance du PIB, du niveau initial de la dette et du taux d'intérêt de celle-ci. Un écart négatif entre le solde public et ce solde théorique, en raison d'une conjoncture défavorable, d'une politique budgétaire expansive ou de taux d'intérêt élevés, entraîne un accroissement de l'endettement public. Solde primaire stabilisant la dette = (i-g).Dn-1 où i est le coût nominal apparent de la dette, g, le taux de croissance nominale du PIB et Dn-1, le niveau de dette publique de l'année précédente.

3. Depuis 1999, les politiques budgétaires de l'Union tendent à diverger, aboutissant à des trajectoires différentes en terme de réduction des ratios de dette publique

Depuis le passage à l'euro, les efforts d'assainissement budgétaire engagés par les onze pays de l'Union monétaire se poursuivent à un rythme moins rapide. À partir de 2000, l'orientation des politiques budgétaires prend un caractère expansif, dans la mesure où le solde structurel primaire agrégé de la zone euro se dégraderait légèrement, en dépit d'un contexte économique favorable.

Selon les prévisions de la Commission européenne, le solde structurel primaire de l'Union monétaire devrait ainsi passer de 3,5% du PIB en 1999⁴ à 3,2% en 2002. Cette légère détérioration est illustrée par la diminution des recettes plus forte que celle des dépenses primaires : la pression fiscale devrait donc s'alléger de 1,4 point de PIB entre 1999 et 2002 tandis que la baisse des dépenses primaires devrait s'établir à 1,9 point de PIB.

Le respect du Pacte de stabilité et de croissance impose aux États membres la remise à la Commission européenne des programmes de stabilité, incluant une prévision de l'évolution des finances publiques à moyen terme. La programmation pluriannuelle de finances publiques présente des horizons variables : les données du Luxembourg sont estimées jusqu'en 2003 et jusqu'en 2005 pour le Danemark.

⁴ L'année 1999 a été choisie comme base de comparaison car elle marque la naissance de l'Union monétaire européenne ; de plus, contrairement à l'année 2000, l'année 1999 n'inclut pas les recettes exceptionnelles dues à la cession éventuelle de licences UMTS.

AGRÉGATS DE FINANCES PUBLIQUES UNION EUROPÉENNE								
<i>(en pourcentage du PIB)</i>								
Pays	Dettes publiques		Solde structurel primaire		Évolution des recettes (1)	Évolution des dépenses primaires (1)	Programmes pluriannuels de finances publiques année 2004	
	1999	2002	1999	2002	2002-1999	2002-1999	Dettes publiques	Solde
Allemagne	61,1	56,6	3,0	1,9	- 1,4	- 1,4	54,5	0,0
Autriche	64,7	61,0	1,7	2,7	- 3,1	- 4,4	55,3	0,0
Belgique	116,4	99,2	7,2	6,7	- 0,6	- 1,2	92,9	0,6
Espagne	63,4	55,6	2,5	3,2	0,3	- 0,6	49,6	0,3
Finlande	46,9	36,4	4,6	6,7	- 3,2	- 5,5	32,2	4,9
France	58,7	55,7	1,9	2,4	- 1,4	- 2,5	52,9	0,2
Grèce (2)	104,6	96,4	6,2	5,7	0,2	- 0,5	84,0	2,0
Irlande	50,1	26,3	3,7	5,4	- 3,0	- 4,8	24,0	4,6
Italie	114,5	102,3	5,6	4,8	- 1,4	- 1,5	94,9	0,3
Luxembourg	6,0	5,1	5,2	2,8	- 2,1	- 1,3	Nc	2,5
Pays-Bas	63,2	47,5	5,4	4,0	- 2,7	- 1,9	46,8	0,3
Portugal	55,0	56,1	1,1	1,9	3,4	2,6	48,1	0,0
Union monétaire (2)	72,0	64,5	3,5	3,2	- 1,4	- 1,9	Nc	Nc
Danemark	52,6	40,9	7,3	6,6	- 2,7	- 2,0	34,0	2,6
Royaume-Uni	45,7	37,8	4,4	3,7	- 0,6	- 0,4	35,0	- 1,0
Suède	65,2	47,1	7,7	6,6	- 3,9	- 4,0	Nc	Nc
Union européenne	68,0	57,9	3,9	3,5	- 1,4	- 1,7	Nc	Nc

(1) Différence entre le ratio de recettes ou de dépenses primaires publiques entre 1999 et 2002 en points de PIB.
(2) Les données de l'Union monétaire intègrent celles de la Grèce pour l'année 2002.

Source : Notification Eurostat pour la dette publique de 1999 et prévisions de la Commission européenne pour la dette publique de 2002, les soldes structurels, les recettes et les dépenses publiques
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

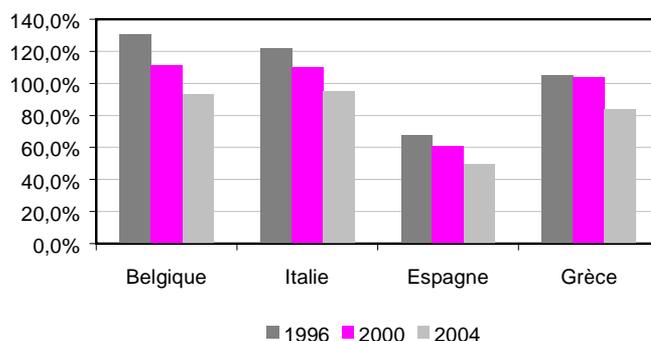
Finalement, l'analyse des efforts d'assainissement budgétaire et de réduction de l'endettement entre 1999 et la prévision à l'horizon 2004 sur la base de programmes de stabilité nationaux permettent de distinguer trois catégories de pays :

- les « petits » pays ont profité d'une conjoncture particulièrement favorable pour réaliser un réel effort d'assainissement budgétaire : entre 1999 et 2004, l'Irlande devrait réduire sa dette publique de 52 points de PIB, la Finlande et les Pays-Bas, respectivement de 31 et 26 points de PIB. Toutefois, les Pays-Bas devraient ralentir leur effort d'ajustement budgétaire, le solde structurel primaire devant se dégrader entre 1999 et 2002, tandis que l'Irlande et la Finlande accentueraient leur politique d'assainissement, leurs soldes structurels primaires affichant une constante amélioration sur la même période.
- les États « à dette publique élevée » sont souvent partis d'une situation plus délicate conditionnant leur intégration à l'Union monétaire. L'évolution de la soutenabilité des politiques de finances publiques étant particulièrement observée, les dettes publiques espagnole, belge, italienne et grecque devraient diminuer d'environ 20 points de PIB en 5 ans. En Espagne et en Grèce, l'assainissement budgétaire est dû à une augmentation

des recettes plus forte que la hausse des dépenses entre 1999 et 2002. L'alourdissement de la pression fiscale dans ces pays a conduit à l'amélioration du solde structurel primaire. La contrainte de soutenabilité de la dette publique a contraint la Belgique et l'Italie, dont les dettes publiques atteignent encore respectivement 111,2% et 110,6% du PIB en 2000, à dégager de forts excédents primaires dès le début des années quatre-vingt-dix. En Italie, un impôt spécifique destiné à permettre de respecter le critère de déficit du Traité de Maastricht « eurotaxe » a d'ailleurs été mis en place en 1997.

DETTE PUBLIQUE – PAYS À NIVEAU IMPORTANT

(en pourcentage du PIB)

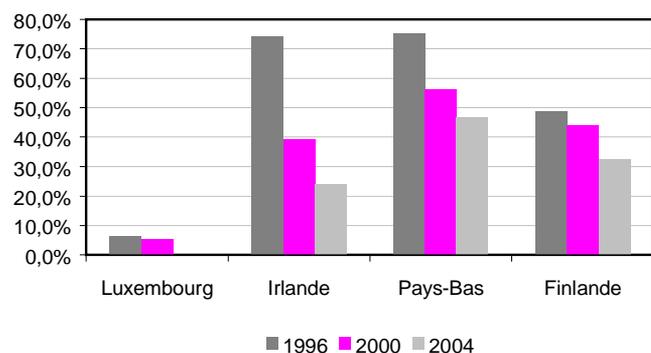


Source : Commission européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

DETTE PUBLIQUE – PETITS PAYS

(en pourcentage du PIB)

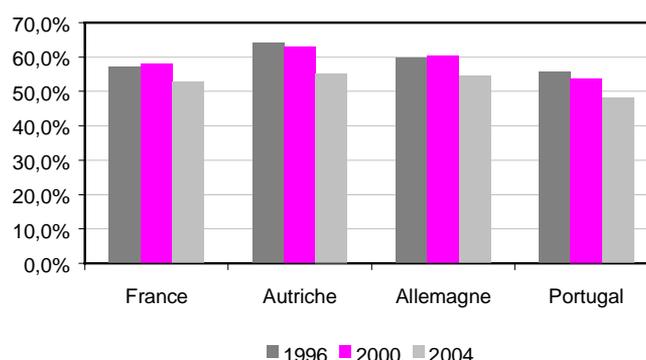


Source : Commission européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

DETTE PUBLIQUE – PAYS « DANS LA NORME »

(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – FIPU

- enfin, les États dont le niveau de dette était inférieur ou légèrement au-delà de la norme européenne en 1999 — Autriche, Portugal, Allemagne et France — ont engagé une résorption moins prononcée (de 10 à 15 points de PIB en cinq ans) de leur endettement public. La France et l’Autriche se distinguaient par une diminution des dépenses rapportées au PIB plus forte que celle des recettes entre 1999 et 2002, d’où une nette amélioration des soldes structurels primaires sur cette période. En Allemagne, la réunification a retardé l’assainissement budgétaire, ne permettant la décroissance de la dette publique qu’à partir de 1999 (elle a atteint 60% du PIB en 2000) ; entre 1999 et 2002, les dépenses et recettes des administrations publiques devraient diminuer au même rythme. Enfin, le solde structurel primaire portugais devrait s’améliorer entre 1999 et 2002, sous l’effet d’un alourdissement de la pression fiscale.

Hors Union monétaire, le Royaume-Uni et le Danemark devraient également réduire leur dette respectivement de 23 et de 35 points de PIB en cinq ans. Sur la base des projections économiques nationales, tous les pays de la zone euro devraient ainsi atteindre au moins l’équilibre budgétaire 2004, bénéficiant d’une croissance favorable et de taux d’intérêt historiquement bas. Pourtant l’Italie, la Grèce et la Belgique devraient encore afficher des ratios de dette publique nettement supérieurs à 60% du PIB.

Catherine ADENOT – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 3.b.

LA MICROFINANCE EN FRANCE

1. Une pratique qui correspond à un véritable besoin

Si paradoxal que cela puisse paraître, le microcrédit en France et dans les pays du Nord trouve son origine dans des expériences menées depuis plusieurs dizaines d'années dans les pays du Sud pour lutter contre la pauvreté endémique et l'exclusion des financements bancaires classiques¹ de la majorité de la population.

Le développement d'un chômage structurel en France depuis les années soixante-dix et la paupérisation d'une frange de la population ont conduit des organisations humanitaires à mettre en œuvre des solutions alternatives d'accès au crédit pour des individus marginalisés mais ingénieux et volontaires souhaitant se lancer dans des activités artisanales et ne présentant pas les garanties habituellement demandées par les institutions de crédit.

Différent du don qui tend à enfermer les bénéficiaires dans un état de dépendance, le microcrédit contribue à renforcer la dignité de celui qui emprunte, car il le réinsère dans le circuit économique et lui confère une nouvelle responsabilité vis-à-vis de sa famille et du milieu environnant.

Mais l'acte d'emprunter ne suffit pas ; il doit être accompagné et soutenu pour qu'il ne se traduise pas par un échec et par un retour souvent définitif à une situation d'exclusion.

Aussi pour assurer le succès des actions d'accès au crédit, qui sont également un moyen efficace de lutte contre le travail au noir et un vecteur important de création d'emplois, les associations et autres organisations qui les ont promues ont veillé — dans un contexte réglementaire qui à l'évidence ne favorise pas les initiatives de financement solidaire — à assortir leurs concours de garanties et de mesures d'accompagnement des bénéficiaires.

¹ Situation qualifiée de « creux bancaire » par les spécialistes de la microfinance.

Cette fiche ne traitera pas des modalités de collecte des ressources (fonds de partage, clubs d'investissement, épargne éthique ou militante...) servant à financer les microcrédits mais de la problématique des expériences d'accès à ce type de crédit en France.

2. Un cadre de fonctionnement trop contraignant

Il s'avère en effet que le contexte réglementaire est jusqu'à présent peu porteur pour le développement du microcrédit, que ce soit dans le domaine de la législation sociale ou dans celui de la réglementation du crédit :

- sur le premier point, la viabilité des expériences de microfinance est rendue beaucoup plus difficile que dans les pays en voie de développement (PED) en raison d'une réglementation contraignante qui n'accorde aux créateurs de petites entreprises d'exonérations de cotisations sociales que pour une durée limitée. Les charges sont en effet applicables au taux normal dès la deuxième année d'activité et le bénéfice de certains dispositifs d'aide comme l'Accre (aide aux chômeurs créateurs d'entreprise) a été réduit aux jeunes de moins de 25 ans, relativement peu nombreux à porter des projets d'entreprise. Les responsables d'associations de soutien aux créations de petites entreprises, notamment l'ADIE (Association pour le droit à l'initiative économique), réclament un assouplissement de ces contraintes. Ils suggèrent que l'astreinte aux cotisations sociales se fasse de façon progressive et que l'Accre soit rétablie sans limitation d'âge des bénéficiaires.
- Il est frappant de constater que dans les PED l'équilibre financier des institutions de microfinance (IMF) est atteint dans de meilleures conditions qu'en France. Plusieurs raisons sont invoquées pour expliquer cette situation : un taux de défaillance plus faible (1 à 3% dans les PED contre près de 10% en France) du fait de moindres contraintes administratives, et de taux de prêt plus élevés dans les PED compte tenu d'une réglementation de l'usure moins stricte ; enfin des charges de gestion naturellement plus modérées.
- la précarité de la situation des IMF en France impose la recherche de solutions de soutien auprès de partenaires financiers et un recours aux subventions publiques. Faisant suite à des accords individuels avec quelques banques, l'ADIE a signé récemment un protocole de deux millions d'euros avec des banques françaises (BDPME, Crédit coopératif, CDC, BNP-Paribas), peu habituées ou peu enclines à prêter directement à une telle population mais reconnaissant les capacités de l'ADIE à gérer efficacement ce type de clientèle, et avec des institutions européennes (BEI, FEI) qui s'ouvrent aux potentialités du microcrédit. Dans ces conventions qui visent en priorité des actions en faveur des chômeurs de longue durée et des Rmistes désireux de créer leur entreprise, le surcoût d'intérêt payé par l'emprunteur vient abonder un fonds de garantie qui couvre l'essentiel du risque et qui est géré par l'ADIE, le complément de garantie étant directement à la charge du pool bancaire.

Parmi les principaux acteurs du microcrédit en France figurent aussi aux côtés de l'ADIE les plates-formes d'initiative locale (PFIL) dont la situation est relativement complexe dans la mesure où elles transforment des ressources collectées auprès des collectivités locales en crédits sans intérêt . Elles sont encouragées par la DATAR.

3. De nécessaires améliorations à l'étude

Les IMF ne sont pas assimilées à des établissements de crédit — statut qui par ailleurs serait généralement trop lourd pour de telles entités — et ne peuvent distribuer des prêts que dans le cadre de l'article 11 de la Loi bancaire² (article L 511-C du Code monétaire et financier). Cet article stipule que les organismes sans but lucratif ne sont autorisés à accorder des prêts à des conditions préférentielles que dans la limite de leurs ressources propres (fonds propres, cotisations, dons et subventions). Une telle disposition tend à freiner le développement des initiatives des IMF confrontées à une forte demande sur un créneau où le financement solidaire est sans conteste la réponse socialement la plus appropriée.

Les PFIL, pour leur part, fondent leur existence sur l'article 3 qui prescrit que les prêts gratuits ne sont pas assimilables à des crédits.

Des aménagements des textes sont toutefois à l'étude. Des négociations sont en cours par exemple entre l'ADIE, l'AFB et les banques mutualistes pour que les associations concernées puissent se refinancer auprès du système bancaire, tout en n'étant pas autorisées à collecter de l'épargne. Une autre piste vise à mener une action pour le relèvement du plafond du taux de l'usure pour les crédits solidaires, qui seul peut restaurer la viabilité financière des IMF en France. Enfin, certains réclament la création d'un organe central spécialisé dans la microfinance qui puisse faciliter la reconnaissance d'un statut spécifique aux IMF. Ceci permettrait à ces institutions d'être assujetties à des règles prudentielles particulières.

Plus précisément, lors de l'examen à l'Assemblée nationale du projet de loi sur les Nouvelles régulations économiques un amendement à l'article 11 de la Loi bancaire a été adopté, portant pour les plus solides d'entre elles sur la création d'un statut dédié aux associations de microcrédit, intermédiaire entre celui des associations Loi de 1901 et celui des sociétés financières. Dans le cadre du projet, il est par ailleurs entendu que le CECEI peut prendre en compte la spécificité de certains établissements de crédit appartenant au secteur de l'économie solidaire. Il doit apprécier notamment l'intérêt de leur action au regard des missions d'intérêt général relevant de la lutte contre les exclusions ou de la reconnaissance effective d'un droit au crédit.

Parallèlement, les Pouvoirs publics ont récemment rappelé lors d'une conférence européenne sur le microcrédit tenue à Paris en décembre 2000, leur volonté de renforcer les politiques de soutien à la création de micro-entreprises. Ils ont à cette occasion fait six propositions aux membres de l'UE, qui peuvent être résumées comme suit :

- améliorer le lien entre dispositifs d'assurance chômage et de protection sociale, et la création d'emploi ;
- développer un environnement favorable à la petite entreprise ;
- compenser les défaillances du marché par un soutien des pouvoirs publics aux concours des banques ;
- faire entrer la microfinance dans les réglementations bancaires nationales et les directives européennes ;
- mettre en place des instruments de financement du microcrédit au niveau des instances européennes ;

² Cet article a fait l'objet d'une explicitation dans une lettre du Secrétaire général du CECEI du 13 juin 1994.

- enfin, soutenir le développement du microcrédit en Europe centrale et orientale.

Le soutien aux micro-entreprises pourrait prendre la forme soit d'aides directes, soit de soutiens aux IMF ou de subventions aux banques lorsqu'elles garantissent des prêts d'IMF. De façon plus générale, un allègement des contraintes administratives pour les micro-entreprises est considéré comme hautement souhaitable, tout comme l'est l'exonération de la loi bancaire pour les IMF, organismes à but non lucratif. À cet égard, l'idée — qui n'est pas sans danger — de l'exclusion du ratio de solvabilité des banques des soutiens qu'elles pourraient apporter aux IMF est aussi avancée.

4. Des encours de crédits difficiles à recenser et d'un volume encore limité

Des statistiques précises sur les prêts des IMF en France ne sont pas disponibles, car non centralisées. Selon les sources émanant du réseau FINANSOL, Finance et solidarité, qui réunit plusieurs acteurs français de la finance solidaire, tant dans le domaine de l'épargne solidaire que des financements sous forme de prêts, de caution ou de capital-risque, l'ADIE créée en 1990 aurait consenti depuis l'origine plus de 8 000 prêts à des micro-entreprises, dont 3 500 environ en 2000 pour un montant moyen de 60 000 francs. France initiative réseau qui fédère 179 plates-formes a distribué en 1999 près de 6 000 prêts d'honneur d'un montant total de 140 millions.

D'autres structures prêtent à moyen et long terme des montants plus importants pour des projets qui respectent des normes sociales et environnementales. Par exemple, France active³ au travers de fonds territoriaux a accordé depuis 1988 des garanties sur près de 200 millions de francs de prêts à moyen terme et a investi 50 millions de francs de fonds permanents dans des structures d'insertion et des entreprises solidaires. Plus de 10 000 très petites entreprises ont été ainsi soutenues depuis cette date et 30 000 emplois créés ou consolidés.

Par ailleurs, dans le domaine particulier du capital-risque, et pour des montants globaux plus modestes, les Clubs CIGALES, qui s'engagent à hauteur de 20 000 francs en moyenne dans le capital des micro-entreprises, ont investi 1,1 million de francs en 1999, et la Société finance et solidarité détenait 105 millions de francs dans plus de 2 000 entreprises fin 2000.

D'une façon plus générale, il faut rappeler qu'un tiers des créateurs d'entreprises en France sont d'anciens chômeurs, que la moitié d'entre eux avaient un apport personnel inférieur à 36 000 francs et que 10% seulement ont eu accès à des crédits bancaires classiques. Le taux de défaillance relativement élevé des emprunteurs auprès de l'ADIE (9%) est toutefois inférieur au taux d'échec de 50% constaté d'une façon générale lors des cinq premières années d'existence des nouvelles entreprises.

Au niveau de l'Union européenne, les très petites entreprises constituent 93% des entreprises et offrent le tiers des emplois. Elles constituent de ce fait un champ d'opportunité considérable dès lors qu'elles ont la possibilité d'accéder réellement au crédit.

Philippe MESNY – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

³ Qui a adopté aussi le statut d'établissement de crédit.

Bibliographie

C. Rollinde et D. Pierret – « Rapport sur les conditions réglementaires pour l’extension du crédit à but social en France » – EFICEA – décembre 2000.

C. Rollinde et D. Pierret – « Le Monde » du 6 février 2001.

JP. Vigier – « TDF 57-58 » Décembre 1999-Mars 2000.

FINANSOL (Finance et Solidarité).

Articles et interviews de Maria Nowak, Présidente de l’ADIE : (« La Tribune » 30 janvier 2001 et « Le Monde »).

« Note Bleues de Bercy » n° 197 et n° 199.



Fiche thématique

n° 3.c.

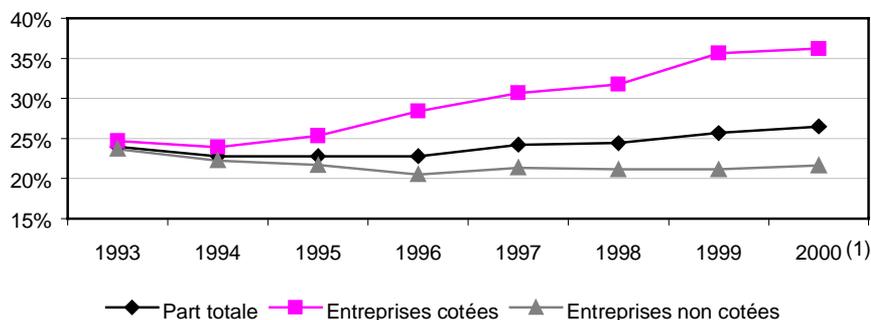
LA PROGRESSION DES NON-RÉSIDENTS DANS LE CAPITAL DES ENTREPRISES FRANÇAISES

La progression des non-résidents dans le capital des entreprises françaises est sujette à des interprétations contradictoires.

Elle est source de satisfaction, car elle traduit l'attractivité des entreprises françaises et de la place de Paris auprès des investisseurs internationaux. Les non-résidents détiennent ainsi près de 26% du capital des entreprises françaises en 1999, soit moins qu'au Royaume-Uni (31%) mais plus qu'en Allemagne (21%) et qu'aux États-Unis (11%).

Cette évolution constitue aussi un motif d'interrogation, dans la mesure où elle conduit à un accroissement de l'influence des investisseurs étrangers sur l'économie française. Certains craignent ainsi une prise de contrôle des entreprises nationales par des entreprises étrangères guidées par des considérations éloignées de l'intérêt national. D'autres insistent sur le danger représenté par le poids croissant d'investisseurs non-résidents prompts à retirer leurs fonds en cas de crise dans la capitalisation boursière française.

**GRAPHIQUE 1 : PROGRESSION DE LA PART DÉTENUE PAR LES NON-RÉSIDENTS
DANS LE CAPITAL DES ENTREPRISES FRANÇAISES**



(1) Données provisoires.

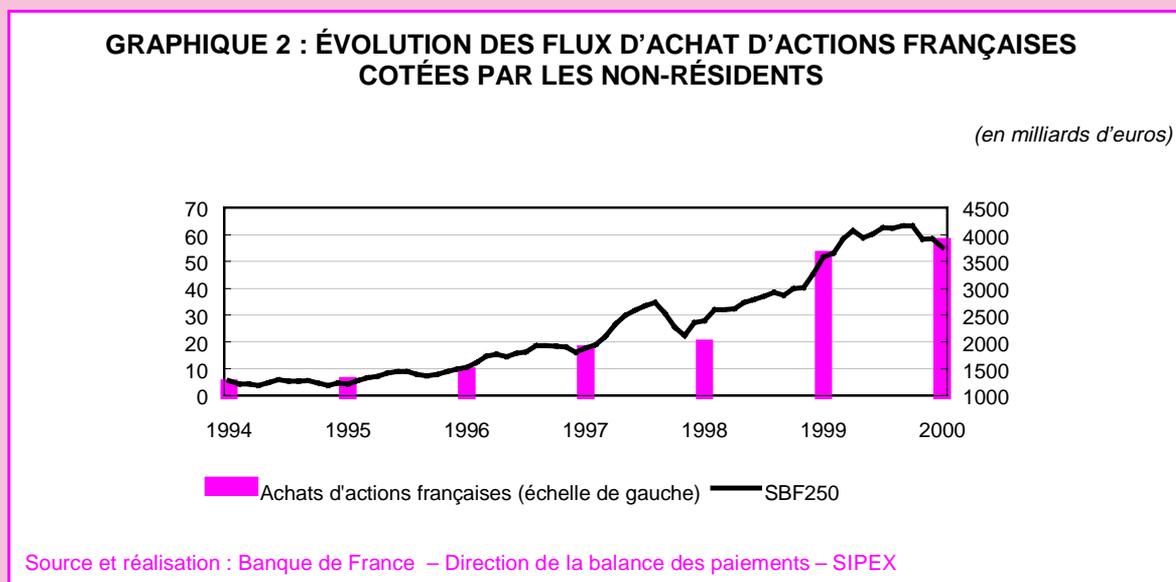
Source et réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SIPEX

Les non-résidents détiennent une part croissante du capital des entreprises françaises. Cette part est néanmoins plus élevée dans les entreprises cotées que dans les entreprises non cotées, les achats d'actions cotées par les non-résidents ayant suivi la progression des marchés boursiers depuis 1995. Cet écart traduit des motifs de détention des actions françaises différents, qui renvoient à la distinction entre investissement direct et investissement de portefeuille.

1. La progression des non-résidents dans le capital des entreprises françaises traduit la forte augmentation des achats d'actions cotées par les investisseurs étrangers

La progression des non-résidents dans le capital des entreprises françaises varie selon que les entreprises investies sont cotées ou non cotées. L'encours des non-résidents en actions françaises cotées a ainsi été multiplié par cinq entre décembre 1993 et décembre 2000, tandis que l'encours en actions non cotées était multiplié par deux sur la même période.

Les achats d'actions cotées ont atteint 57,4 milliards d'euros sur l'année 2000.



L'augmentation des achats par les non-résidents d'actions cotées est quasiment ininterrompue de 1994 à décembre 2000, suivant en cela assez bien l'évolution des cours boursiers sur la période.

Après deux années de performances boursières médiocres en 1994 et 1995 liées en partie au ralentissement de la croissance, la Bourse de Paris a progressé régulièrement, en rythme annuel, à partir de 1996, stimulée notamment par les avancées de la monnaie unique, l'amélioration des perspectives économiques et la convergence graduelle des taux d'intérêt en Europe. Cette progression s'accompagne d'un triplement des achats des non-résidents entre 1995 et 1997. Ceux-ci profitent également de la poursuite du mouvement de privatisation, avec la mise sur le marché de la Seita (février 1995), d'Usinor (juillet 1995), des AGF (juin 1996) et de France Télécom (première tranche en octobre 1997).

À partir de 1998, la croissance économique est à l'origine d'importants investissements sur les marchés d'actions. La crise asiatique se traduit toutefois par un ralentissement des achats d'actions cotées par les non-résidents au cours des deux derniers trimestres de 1998 et du premier trimestre 1999. Au total, les achats nets des non-résidents ne progressent que de 12,7% en 1998.

En 1999, alors que l'année boursière clôture sur une progression record de l'indice SBF250 de plus de 52% grâce notamment aux excellentes performances des secteurs des nouvelles technologies, les achats des non-résidents s'envolent et portent le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées à près de 36% fin 1999.

Ce taux se stabilise cependant en 2000, année marquée par un retournement à la baisse des cours boursiers.

2. La part des investissements de portefeuille progresse par rapport aux investissements directs

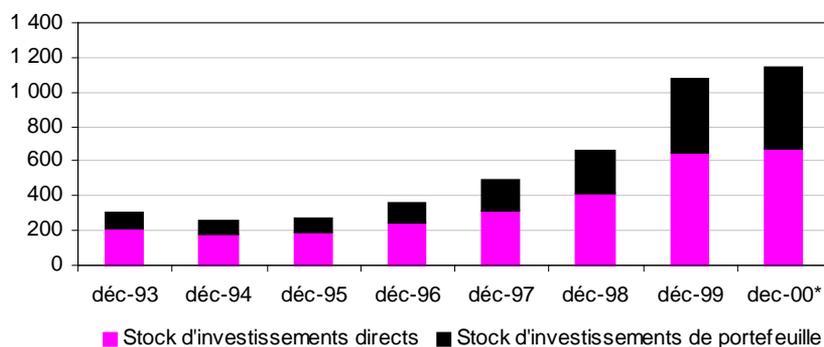
2.1. L'investissement de portefeuille est le premier motif de détention d'actions cotées.

Les investissements des non-résidents en actions cotées sont principalement des investissements de portefeuille (91% de l'encours à fin 2000), alors que ceux-ci sont négligeables au niveau des actions non-cotées qui font quasi exclusivement l'objet d'investissements directs.

Conformément aux recommandations internationales, on considère qu'un investissement étranger dans une entreprise française est un investissement direct si l'investisseur étranger détient 10% ou plus du capital ou des droits de vote dans cette entreprise. En dessous de ce seuil de 10%, l'investissement étranger est classé comme un investissement de portefeuille. On estime en effet qu'une participation supérieure à 10% du capital ou des droits de vote dans l'entreprise investie est un investissement de long terme permettant à l'investisseur d'exercer une influence sur la stratégie et la gestion de l'entreprise.

GRAPHIQUE 3 : ENCOURS DU CAPITAL DES ENTREPRISES FRANÇAISES DÉTENU PAR DES NON-RÉSIDENTS

(en milliards d'euros)



(1) Données provisoires.

Source et réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SIPEX

L'importance des investissements de portefeuille des non-résidents dans le capital des entreprises françaises cotées (près de 33% du capital de ces entreprises, contre 10% du capital de toutes les entreprises françaises cotées et non cotées à fin 1999) peut s'interpréter comme le reflet de l'attractivité des titres émis par ces entreprises comme placements financiers pour les investisseurs internationaux. Au moins trois raisons peuvent en effet expliquer l'intérêt des non-résidents pour les actions françaises cotées : la bonne rentabilité des entreprises françaises et leur capacité à créer de la valeur pour leurs actionnaires, le développement de la Bourse de Paris, des dispositions fiscales favorables aux investisseurs non résidents outre, la liquidité du titre.

Selon une étude du Boston Consulting Group¹, les entreprises françaises sont, parmi toutes les entreprises européennes, celles qui créent le plus de valeur pour leurs actionnaires. Celle-ci est estimée sur la base du TSR ou *total « shareholder » return*, rapport de l'augmentation du cours de bourse et du dividende au cours de l'action en début de période, calculé sur cinq ans (1995-1999). Le TSR moyen annuel des cent premières entreprises françaises atteindrait ainsi 31%, contre 22% pour les entreprises allemandes et 18% seulement pour les entreprises britanniques.

Cette propension des entreprises françaises à créer de la valeur pour les actionnaires est un des éléments explicatifs de l'augmentation de la capitalisation boursière des actions françaises cotées ces dernières années. Celle-ci a été multipliée par quatre en dix ans pour se situer à la fin de l'année 2000 à environ 1 458 milliards d'euros. Cette augmentation est non seulement liée à la progression des cours analysée précédemment (effet de rattrapage de la Bourse de Paris par rapport aux autres grandes places boursières) mais aussi à l'introduction de nouvelles valeurs suite en particulier aux privatisations mises en œuvre au cours de la dernière décennie. Elle s'accompagne en outre d'une multiplication du volume des transactions, synonyme de liquidité, favorisée par l'infrastructure technologique performante du marché parisien. Ainsi, le développement de la Bourse de Paris, renforcé par la présence d'investisseurs internationaux, constitue à son tour aujourd'hui un élément favorable à la poursuite des investissements étrangers.

Enfin, certaines dispositions fiscales comme le remboursement de l'avoir fiscal dont bénéficient les fonds de pension étrangers qui perçoivent des dividendes versés par des entreprises françaises, peuvent encourager la détention, par les fonds de pension américains ou britanniques notamment, d'actions françaises au titre de l'investissement de portefeuille.

La part importante détenue par les non-résidents dans le capital des entreprises françaises cotées est toutefois aussi la conséquence de la faiblesse des investissements domestiques. La part des agents financiers résidents dans la capitalisation actions de la Bourse de Paris (24,2% à fin décembre 1999 selon la dernière enquête-titres de la Banque de France) est faible comparée aux places anglo-saxonnes, en raison notamment de la part encore relativement réduite des OPCVM actions et surtout de l'absence de fonds d'épargne-retraite. Par ailleurs, la part des actions cotées détenues directement par les ménages en France reste inférieure à ce que l'on peut observer au Royaume-Uni ou aux États-Unis.

2.2. L'investissement direct reste cependant très important, notamment au niveau des entreprises non cotées

Le poids des investissements de portefeuille parmi les investissements des non-résidents en actions françaises ne doit pas masquer le niveau élevé des investissements directs (près de 16% du capital des entreprises françaises à fin 1999). Ceux-ci portent principalement sur des entreprises non cotées (à 93%). Les investissements directs dans les entreprises cotées progressent toutefois

¹ The Boston Consulting Group, « *New perspectives on value creation* ». A study of the world's top performers, 2000.

très rapidement, portés notamment par de grosses opérations de fusion-acquisition transfrontières (HSBC-CCF ou Aérospatiale-Matra-EADS par exemple).

Ces investissements directs relèvent davantage d'une logique industrielle que d'une logique financière et sont généralement motivés par la volonté des investisseurs étrangers de s'implanter durablement en France en prenant le contrôle d'entreprises existantes ou tout du moins en exerçant une influence sur leur stratégie ou leur gestion, afin de profiter par exemple d'opportunités de croissance. Le fait que l'investissement direct reste le premier motif de détention d'actions françaises par les non-résidents témoigne ainsi de l'attractivité à long terme des entreprises françaises.

Frédéric LAMBERT – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales
Hervé GRANDJEAN – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 3.d.

LE FINANCEMENT DU SECTEUR DES TÉLÉCOMMUNICATIONS

1. Les besoins de financement en forte croissance ont été satisfaits en partie par le système bancaire...

L'arrivée sur le marché des licences d'exploitation de la téléphonie mobile de troisième génération (UMTS) a généré d'importants besoins de financement de la part des opérateurs téléphoniques. Le coût d'acquisition des licences peut être estimé en Europe à 136 milliards de dollars auxquels il convient d'ajouter les coûts générés par le développement des réseaux.

Dans ce contexte, le système bancaire a été fortement sollicité et les établissements de crédit ont adopté, dans un premier temps, une stratégie offensive. Les prêts accordés au secteur par des syndicats bancaires ont atteint, au niveau mondial, 350 milliards de dollars à fin 2000 (contre 237 en 1999 et 149 en 1998). Un classement, réalisé à partir du montant des prêts de syndication accordés en tant que chef de file, met en évidence une présence forte des groupes bancaires anglo-saxons.

MONTANTS DES PRÊTS DE SYNDICATION ACCORDÉS EN 2000 AU SECTEUR DES TÉLÉCOMS EN EUROPE					
	En GUSD	Nb de prêts		En GUSD	Nb de prêts
1 Citigroup	14,62	57	11 Goldman Sachs	4,59	4
2 HSBC	14,38	20	12 Indus. Bank of Jp	4,53	16
3 Barclays	9,99	21	13 WestlB	4,19	30
4 Deutsche Bank	9,64	27	14 Dresdner Bank	3,61	21
5 ABN Amro	9,42	31	15 Bayerische Landes	3,30	16
6 BK of Tokyo-Mistu	8,56	21	16 Fuji bank	3,05	15
7 Chase Manhattan	7,91	27	17 Bank America	2,81	28
8 RBoS	7,09	9	18 Bank of China	2,58	2
9 Société Générale	5,22	22	19 ING Barings	2,17	15
10 BNP Paribas	4,65	23	20 Dai Ichi	2,05	11

Source : Morgan Stanley
Réalisation : Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

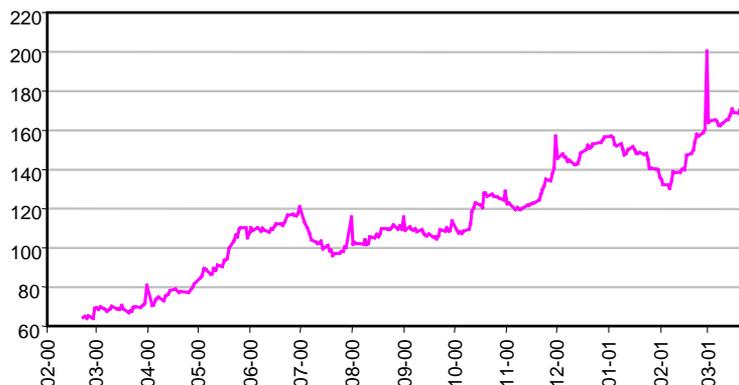
À plus long terme, ces besoins de financement devraient être satisfaits *via* les marchés de capitaux par émissions de titres obligataires et d'actions et *via* le crédit fournisseur octroyé par les équipementiers des télécommunications.

2. ... relayé par les marchés, dans un environnement financier peu favorable

Le secteur des télécommunications a suscité un certain nombre d'inquiétudes depuis le second semestre 2000. En effet, les perspectives de rentabilité sont devenues plus incertaines et les objectifs de désendettement fixés aux opérateurs téléphoniques par les agences de notations ont semblé difficiles à respecter. En conséquence, la plupart des opérateurs ont vu leur notation à long terme dégradée. La défiance des investisseurs s'est immédiatement répercutée dans les taux des emprunts obligataires et les écarts avec les emprunts d'État se sont inscrits en forte hausse (environ 180 points de base en avril 2001 contre 80 points de base un an plus tôt). Mais ces incertitudes ont aussi pénalisé les cours boursiers et les titres du secteur ont enregistré une dépréciation marquée.

**DIFFÉRENTIEL ENTRE L'INDICE EUROPÉEN DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES
DU SECTEUR DES TÉLÉCOMS ET LES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS**

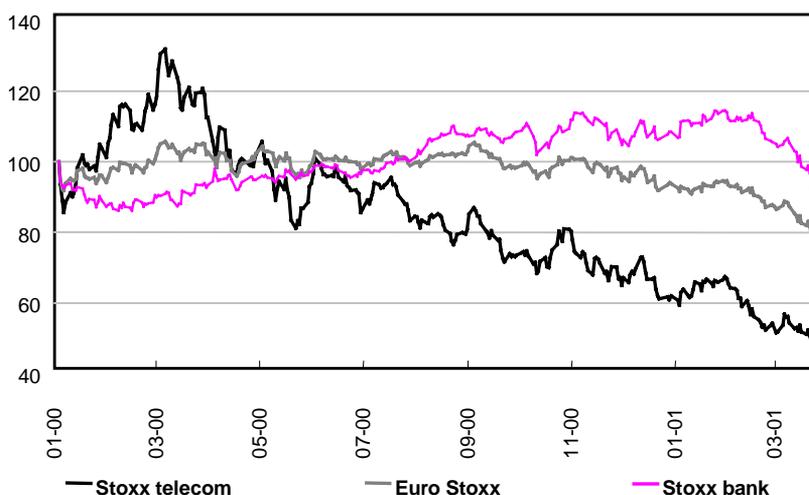
(en point de base)



Source : Reuters

Réalisation : Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

**INDICE BOURSIER DU SECTEUR DES TÉLÉCOMS VS INDICE DU SECTEUR BANCAIRE
VS INDICE GLOBAL STOXX EUROPE**



Source : Reuters

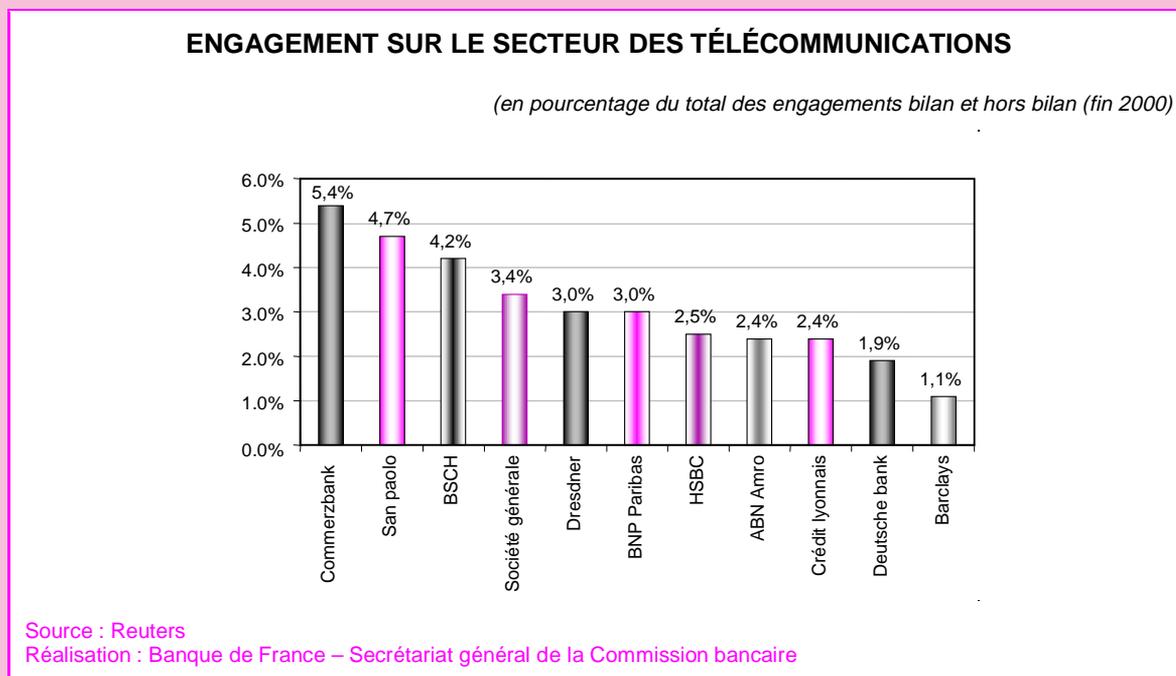
Réalisation : Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

Les émissions obligataires ont connu une croissance relativement soutenue (91 milliards de dollars au niveau mondial à fin octobre 2000 contre 80 milliards de dollars en 1999), l'opérateur France Télécom ayant émis, à lui seul, 16,4 milliards de dollars d'obligations en février 2001.

3. Dans ce contexte, les conditions de financement du secteur des télécommunications ont fait l'objet d'un suivi particulier

Près de 80% des prêts de syndication mis en place depuis janvier 2000 au profit du secteur des télécommunications ont été consentis à de grandes entreprises bénéficiant d'un profil de risque faible. En outre, conscients que les inquiétudes des investisseurs sur le secteur des télécoms pouvaient pénaliser leurs propres titres, la plupart des établissements de crédit ont adopté des dispositifs de surveillance spécifiques. Ainsi, dans plusieurs banques, une organisation *ad hoc* a été mise en place et les équipes de spécialistes suivant ce secteur ont été étoffées. En outre, la sélection des risques a été renforcée et les financements recentrés sur des signatures de meilleure qualité.

Selon les données publiées par les grands groupes bancaires européens dans leurs rapports annuels, la part des engagements sur le secteur des télécommunications dans le total des engagements de bilan et de hors bilan excède rarement 5%. Elle est comprise entre 2,4% et 3,4% pour les principales banques françaises.



Si ces engagements sont, dans l'ensemble, restés mesurés en 2000, les risques en ont été soulignés à plusieurs reprises par les autorités bancaires ou financières. Ainsi, la Banque de France et la Commission bancaire ont appelé les établissements de crédit à la vigilance en demandant à ce que leurs engagements sur ce secteur restent proportionnés au poids de celui-ci dans l'économie. Le Forum de stabilité financière¹ a, pour sa part, souligné les risques liés au financement de la nouvelle économie et aux besoins de financement du secteur des télécommunications.

¹ Créé en 1999, le Forum de stabilité financière est composé notamment de représentants des ministères des finances et des autorités responsables de la surveillance bancaire et de la régulation des activités de marché.

Progrès technique et concurrence dans le secteur des télécommunications

Le développement de la téléphonie mobile a pris, depuis quelques années, une ampleur particulière dans les pays de l'Union européenne. D'après la Commission européenne, le taux de croissance du marché des services de mobiles aurait atteint 20% en 2000. Sur ce même segment, le nombre d'abonnés se serait établi à 194 millions à la fin 2000, le taux de pénétration passant en un an de 36% à 55% de la population ², en liaison avec le progrès technique et la libéralisation des conditions de concurrence.

Les évolutions techniques en cours enrichissent les services et les applications que les réseaux permettent d'offrir. Le standard UMTS en est l'illustration : c'est la première norme de téléphonie mobile permettant un accès complet à Internet, en plus des transmissions vocales, alors que le standard actuel GSM n'autorise que le transfert de la voix et de messages simples. Cependant, la taille du futur marché des services UMTS constitue une incertitude majeure pour les intervenants.

La perpétuation de monopoles nationaux était incompatible avec l'objectif de création d'un marché unique de biens et de services à l'intérieur de l'Union. La concurrence s'est intensifiée notamment par la voie d'une « discrimination positive » en faveur des nouveaux entrants, dont l'accès aux installations des anciens monopoles (dénommés généralement « opérateurs historiques ») est garanti par l'intervention d'autorités de régulation indépendantes. De ce point de vue, l'octroi des licences UMTS est une occasion de « redistribuer les cartes », puisque les opérateurs historiques doivent créer une infrastructure spécifique comme leurs compétiteurs. En outre, la position commune du Conseil de l'Union européenne du 24 septembre 1998 relative à l'introduction coordonnée des mobiles de troisième génération prévoit que les États membres doivent veiller à ce que les licences UMTS permettent le trafic transnational à l'intérieur de la Communauté.

D'ores et déjà, le mouvement de libéralisation a conduit à un fort accroissement du nombre d'opérateurs autorisés à fournir un service de téléphonie vocale dans l'Union européenne ³ (+ 42% en 1999 et + 35% en 2000). La part de marché des anciens monopoles s'est donc effritée, sauf en ce qui concerne les appels locaux, où les contraintes techniques rendent plus difficile l'ouverture à la concurrence.

Nicolas FLEURET – Banque de France – Secrétariat général de la commission bancaire
Emmanuel GERVAIS – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

² Source : Commission des communautés européennes COM (2000) 814 du 7 décembre 2000 « sixième rapport sur la mise en œuvre de la réglementation en matière de télécommunications ».

³ Source : id.



Fiche thématique

n° 3.e.

STRUCTURE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES EUROPÉENS

La gamme des produits d'épargne proposés aux particuliers dans les différents pays européens présente des différences notables, en termes de rendement, de fiscalité, de terme... La diversité des produits financiers et des règles qui les régissent apparaissent comme le résultat à la fois du niveau de développement des systèmes financiers de chaque pays mais aussi de leur environnement macroéconomique.

Ainsi, le niveau passé d'inflation, le poids et l'évolution de l'endettement public, l'importance, quand elle existe, de l'épargne administrée, la rémunération des comptes à vue, l'existence de produits financiers destinés à compléter les systèmes de retraites sont susceptibles d'expliquer la variété de la gamme offerte aux ménages européens pour placer leur épargne financière.

Des disparités se retrouvent dans la composition des patrimoines financiers des ménages européens, qui présentent une certaine hétérogénéité.

Le but de cette note est de décrire, à partir des données des tableaux d'opérations financières de douze pays de l'UE¹, les caractéristiques de la structure de la richesse financière des ménages européens.

Par ailleurs, si les évolutions de ces dernières années mettent en évidence une modification des placements financiers des ménages en faveur d'une épargne à long terme, le choix des instruments diffère assez sensiblement d'un pays à un autre.

¹ Allemagne, Pays-Bas, Espagne, Finlande, Autriche, Belgique, Portugal, Italie, France, Royaume-Uni, Suède, Danemark. Le Luxembourg, l'Irlande et la Grèce ne publient pas de comptes financiers nationaux. Dans le cadre de cette étude, par simplification, nous assimilerons les neuf pays à « la zone euro » et les douze pays à « l'UE ».

1. Une concentration de la richesse financière des ménages européens entre quatre pays

L'ensemble des actifs financiers détenus par les ménages européens se caractérise tout d'abord par une forte concentration. En effet, quatre pays — la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie — représentent 76,4% du patrimoine financier des ménages de l'Union européenne en 1999. Cette proportion a, par ailleurs, assez peu évolué au cours des dernières années puisqu'elle était de 75% en 1995. Elle correspond au poids de ces quatre pays dans le PIB de l'UE (76%) mais elle est légèrement supérieure à celle correspondant à leur population (71%).

Au sein de la zone euro, l'ensemble des patrimoines financiers des ménages européens s'élève à environ 18 000 milliards d'euros soit environ moitié moins qu'aux États-Unis.

L'épargne financière se répartit assez inégalement entre les pays et par type d'instrument. Ainsi, les ménages britanniques arrivent « en tête » avec une détention d'environ 26% de la richesse financière de l'UE, en raison principalement des créances importantes détenues sur les fonds de pensions, alors que le Royaume-Uni ne représente « que » 18% du PIB de l'UE.

Par ailleurs, avec environ 20% du total de l'UE, la richesse financière des ménages allemands est un peu moins élevée que la part du PIB de l'Allemagne au sein de l'UE qui est d'un quart. La France et l'Italie viennent ensuite, avec respectivement 17% et 13%, chiffres qui correspondent à leur poids économique dans l'UE.

À l'inverse, les ménages espagnols et portugais disposent d'une richesse financière un peu moins élevée que celle correspondant au PIB de ces pays (respectivement 6% contre 7,3% en Espagne et 1,1% contre 1,4% au Portugal).

2. Structure du patrimoine financier des ménages européens

Au sein de l'UE, le patrimoine financier des ménages européens peut être présenté en trois blocs d'importance équivalente².

2.1. Les dépôts bancaires représentent un peu plus du quart du patrimoine financier des ménages européens

En moyenne, la part des dépôts bancaires dans le patrimoine financier des ménages de l'UE s'établit à 27% en 1999, contre 37% en 1995.

Ainsi, plus des deux tiers de l'épargne financière des ménages ne sont pas collectés directement auprès des IFM. Cela justifie pleinement, s'il en était besoin, le recours à des instruments d'analyse qui viennent compléter et enrichir celles issues du bilan des IFM. À travers les comptes de patrimoine financier, il apparaît en effet clairement que ce sont les intermédiaires financiers non monétaires qui captent *in fine* la grande majorité des placements financiers des ménages européens.

² En raison de l'absence d'harmonisation des méthodes de valorisation de certains titres, les actions non cotées, notamment.

Les ménages allemands disposent des montants de dépôts les plus importants avec environ 26% des dépôts de l'ensemble de l'UE en 1999. Viennent ensuite le Royaume-Uni (20%) puis la France (17%) et l'Italie (12,9%). Les autres pays sont relativement loin derrière. En Espagne, en Belgique, aux Pays-Bas, en Autriche et au Portugal, ces pourcentages sont assez faibles (respectivement 7,6%, 3,7%, 4,3%, 3,1%).

Par ailleurs, la part des dépôts dans le patrimoine financier des ménages présente également des différences notables selon les pays. Elle est élevée en Allemagne (35%) et surtout en Autriche (57%), ainsi qu'au Portugal (46%) et en Espagne (34%). En revanche, elle est sensiblement inférieure à la moyenne européenne dans certains pays du nord de l'Europe (Suède 17%, Finlande 21%, Pays Bas 19%).

En France, au Danemark et en Italie, elle se situe dans la moyenne européenne, soit 27%.

Enfin, en dépit de différences de rémunération des dépôts bancaires (rémunération des comptes à vue, réglementation de certains comptes sur livrets,...), leur répartition entre, d'une part, les dépôts à vue et, d'autre part, les comptes sur livrets et les dépôts à terme est assez homogène, de l'ordre de 30% pour les premiers et de 70% pour les seconds.

2.2. Les titres représentent environ 40% des placements des ménages européens en 1999 contre un tiers en 1995

La répartition des titres — actions, titres d'OPCVM, titres de créances négociables et obligations — est très différente selon les différentes catégories de titres.

Le poids des obligations détenues en direct — et plus encore des titres de créances négociables — est faible dans l'ensemble des pays étudiés : il s'élève à environ 6% en 1999 du patrimoine financier (12% en 1995), dont la majeure partie provient des obligations.

Le portefeuille obligataire des ménages européens est généralement plus élevé dans les pays où les administrations publiques sont plus fortement endettées. Les États ont vraisemblablement cherché à placer directement auprès des particuliers les titres qu'ils étaient amenés à émettre³, vraisemblablement en les assortissant d'avantages fiscaux. Ainsi, en Italie et en Belgique, la part du stock d'épargne financière investie en obligations représente respectivement 17,5 et 22% des placements des ménages en 1999.

Dans une moindre mesure, en Allemagne, en Autriche et en Suède, pays dont les administrations publiques sont légèrement plus endettées que la moyenne européenne, les obligations représentent également une part significative : 10% en Allemagne, 5% en Suède et 7% en Autriche⁴, contre seulement 1 ou 2% en France, au Royaume-Uni ou en Espagne.

Les actions et les titres d'OPCVM représentent environ un tiers des placements des ménages européens, contre un quart en 1995. Dans le cadre de cette étude, il convient de souligner les difficultés méthodologiques qui rendent délicate l'analyse de ces valeurs mobilières dans le portefeuille des ménages. En particulier, certains pays ne donnent pas la ventilation entre les titres d'OPCVM et les actions, entre les actions cotées et les non cotées. Par ailleurs, la distinction entre OPCVM généraux et monétaires n'est pas disponible.

³ Par exemple, l'emprunt Balladur en 1993.

⁴ Y compris les TCN.

Les actions — détenues en direct — représentent entre 4 et 10% du patrimoine financier des ménages, selon les pays ⁵ (4% en France).

Par ailleurs, en 1999, la part des titres d'OPCVM est légèrement supérieure à celle des actions. Elle est néanmoins assez variable d'un pays à un autre et se situe dans une fourchette comprise entre 5% aux Pays Bas et 16% en Espagne.

Cette proportion est d'environ 10% en Allemagne et en France ⁶, ces deux pays représentant à eux seuls plus de la moitié de la détention totale d'OPCVM par les ménages de l'UE. En Espagne, en Belgique, en Suède et surtout en Italie, cette proportion a fortement augmenté depuis 1995. Au contraire, cet instrument s'est nettement moins diffusé au Royaume-Uni, au Danemark et aux Pays Bas.

2.3. Un troisième bloc est constitué par les placements sous forme de contrats d'assurance vie et de droits sur les fonds de pension

Au sein de l'UE, la part prépondérante des droits des ménages britanniques et hollandais est frappante. Ces deux pays détiennent à eux seuls plus de la moitié (57% en 1999, dont 46% au Royaume-Uni) de tous les droits sur les compagnies d'assurance et sur les fonds de pension, alors qu'ils ne représentent que 23% du PIB de l'UE.

Cette situation s'explique principalement par l'existence de fonds de pension dans ces deux pays, alors que la plupart des autres grands pays européens n'ont pas mis en place de systèmes comparables. Par ailleurs, au Royaume-Uni, l'existence de contrats d'assurance vie investis en actions mis en place dès le début des années quatre-vingt, c'est-à-dire plus tôt que dans la plupart des autres pays de l'UE, a contribué au développement de cet instrument.

À l'inverse, en Espagne, en Belgique, et au Portugal, les sommes placées par les ménages en contrats d'assurance vie et dans les fonds de pension — lorsqu'ils existent — ne représentent guère plus de 10% de leur patrimoine financier.

Par ailleurs, la part de l'Allemagne dans le total des créances des ménages de l'UE sur les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie s'élève à 17% en 1999 (23% en 1995), celle de l'Italie ne dépasse pas 5%, indiquant le faible poids de l'assurance vie dans ce pays et son développement tardif.

La France se situe dans une position intermédiaire. Malgré le succès de l'assurance vie depuis quelques années, la part détenue par les ménages français s'élève à 12%, soit un chiffre légèrement inférieur au poids de la France dans le PIB de l'UE.

⁵ Seules la France, la Belgique, et l'Autriche ont fourni des chiffres sur les actions. Ceux de l'Espagne semblent inexacts. Ils comprennent a priori les actions non cotées.

⁶ La France occupe une place spécifique en raison notamment de l'importance des OPCVM monétaires.

3. Des évolutions convergentes : moins de dépôts bancaires, plus d'épargne à long terme

3.1. La part des dépôts bancaires a reculé d'environ dix points depuis 1995

L'une des principales évolutions du patrimoine financier des ménages européens est en effet la baisse globale de la part des dépôts qui est passée de 37% à 27% entre 1995 et 1999⁷.

La diminution a été particulièrement marquée dans les pays où la part des dépôts bancaires dans leur patrimoine était élevée : ainsi, en Italie et en Espagne, la baisse a été très forte, respectivement de 14 points et de 21 points au cours de la même période 1995-1999.

Par ailleurs, les dépôts à terme ont assez fortement chuté dans la plupart des pays tandis que les dépôts à vue connaissaient une diminution moins importante. Outre le recul de l'inflation, l'évolution peut s'expliquer par la baisse prononcée des taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe des taux entre 1995 et 1999 qui a induit une diminution de la rémunération de ces produits (cf. graphiques en annexe 1).

Enfin, les produits d'épargne bancaire « traditionnelle » ont pu souffrir d'un manque de renouvellement. Ainsi, l'offre s'est développée vers d'autres instruments provoquant un transfert de l'épargne des ménages vers d'autres produits (notamment, l'assurance vie en France, les OPCVM en Italie, les fonds de pension au Royaume-Uni...).

3.2. Une recomposition des portefeuilles de titres : plus d'actions et de titres d'OPCVM, moins d'obligations

Dans tous les pays étudiés, l'encours du portefeuille obligataire des ménages européens a sensiblement baissé. Avec l'amélioration de la situation des finances publiques en Europe et la réduction de l'endettement public à la fin des années quatre-vingt-dix, les gouvernements ont eu moins de titres à placer directement auprès des ménages.

La part des actions dans le portefeuille des ménages a progressé au cours des cinq dernières années, mais cette évolution provient plus de l'augmentation de la valeur de ces titres que du développement d'achats d'actions cotées.

En effet, sur la période 1995-1999, les flux sur actions cotées sont globalement négatifs, même si les dégagements nets portent sur des montants assez faibles. Ainsi, les ménages européens n'ont pas eu de comportement particulièrement actif vis-à-vis des actions cotées.

À l'inverse, les achats de titres d'OPCVM constituent une part de plus en plus importante de la formation d'actifs financiers des ménages européens. Certes, les flux étaient négatifs en 1995, en raison notamment des fortes ventes en France de titres d'OPCVM monétaires. Depuis, les souscriptions n'ont cessé d'augmenter pour représenter entre 15% et 35% des flux d'épargne financière des ménages européens en 1999 (20% en France, 33% en Allemagne,...). Même si on ne dispose pas du détail, il est vraisemblable que cette progression est principalement imputable aux OPCVM autres que monétaires.

⁷ De 40 à 29% au sein la zone euro.

3.3. Globalement plus d'épargne à long terme

Avec le développement des OPCVM, de l'assurance vie et des fonds de pension — ces deux secteurs collectant déjà près de 55% des flux d'épargne en 1999 —, une part croissante de l'épargne financière des ménages européens est investie dans des produits à long terme.

L'évolution est toutefois d'ampleur variable selon les pays. Ainsi, la progression de l'assurance vie a été forte en France, comme celle des droits sur les fonds de pension au Danemark (environ les deux tiers du total des flux d'épargne des ménages). Mais, le développement des souscriptions de contrats d'assurance a été plus limité en Belgique, en Autriche, au Portugal et en Italie.

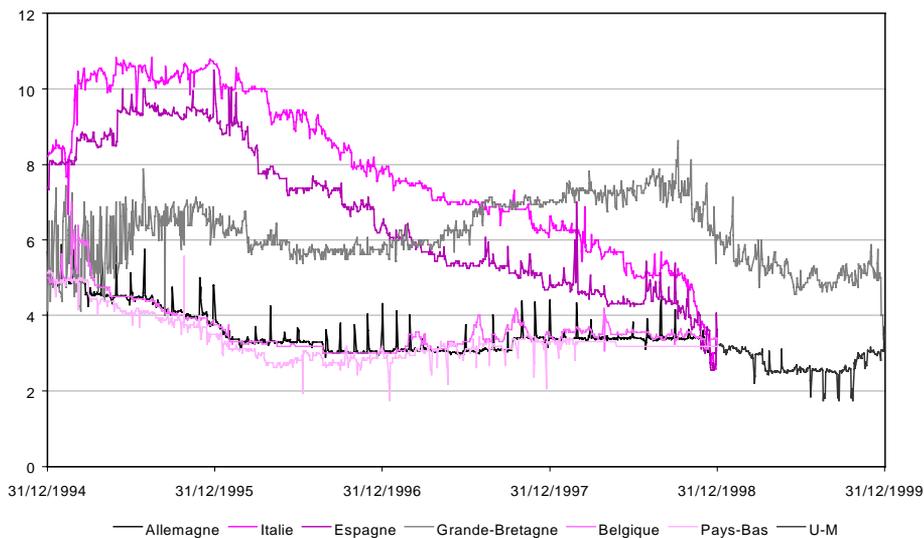
Ce bref panorama de la structure des placements financiers des ménages européens permet tout d'abord de mettre en évidence la relative diversité des instruments de placement qui leur sont offerts au sein de l'UE et partant de là, le rôle assez inégal joué dans chaque pays par les différents intermédiaires financiers dans la collecte d'épargne (établissements bancaires, compagnies d'assurance, fonds de pension, OPCVM,...).

En dépit de la diversité des propositions de placement, les ménages européens ont effectué des choix relativement homogènes dans l'affectation de leur épargne financière : diminution relative de l'épargne liquide et développement de l'épargne à long terme, importance limitée de la détention directe de titres au profit d'une gestion mutualisée via des supports tels que les OPCVM, évolution assez dynamique de l'assurance vie et/ou des fonds de pension... telles sont les principales évolutions de l'épargne financière des ménages européens au cours des cinq dernières années.

L'analyse développée ici porte uniquement sur l'accumulation d'actifs financiers des ménages européens et ne peut rendre compte de l'ensemble de leur comportement d'épargne. Pour ce faire, il conviendrait d'élargir cette analyse à l'endettement des ménages ainsi qu'à leurs investissements-logements ce qui permettrait de mettre en évidence d'éventuels mécanismes de substitution entre actifs réels et financiers dans les choix patrimoniaux.

Enfin, l'analyse reste, à ce stade, descriptive et ne prend pas en compte de nombreux facteurs déterminant les choix entre actifs financiers.

TAUX COURTS DE 1995 À 1999



Source : EUROSTAT

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

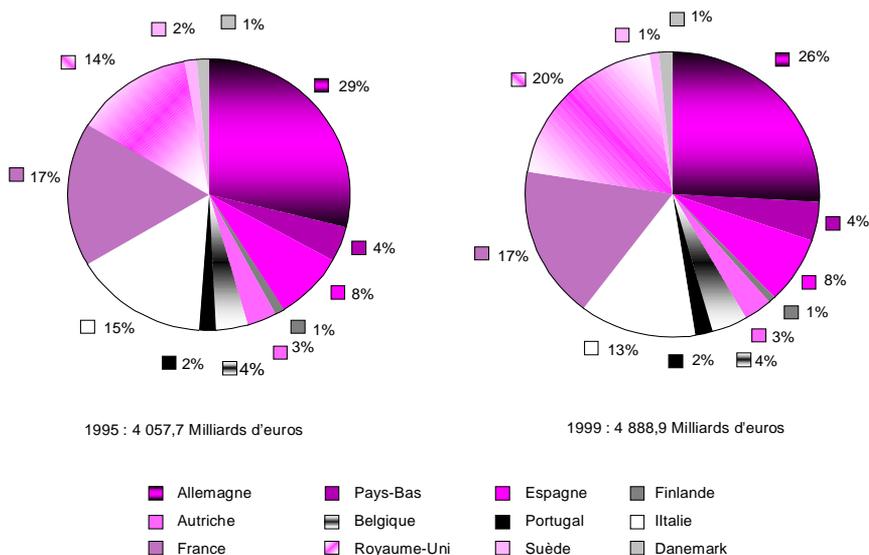
TAUX LONGS DE 1995 À 1999



Source : EUROSTAT

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

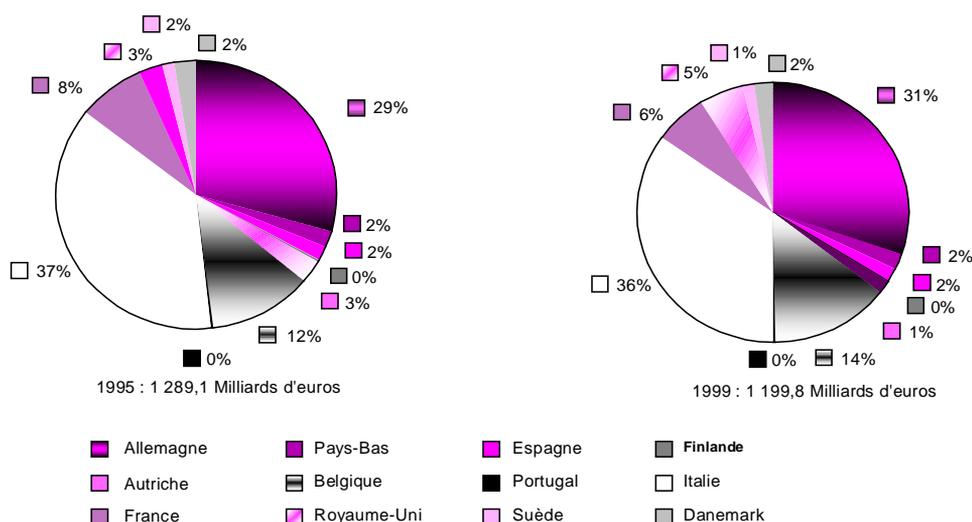
NUMÉRAIRE ET DÉPÔTS DÉTENUS PAR LES MÉNAGES EUROPÉENS EN 1995 ET 1999



Source : EUROSTAT

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

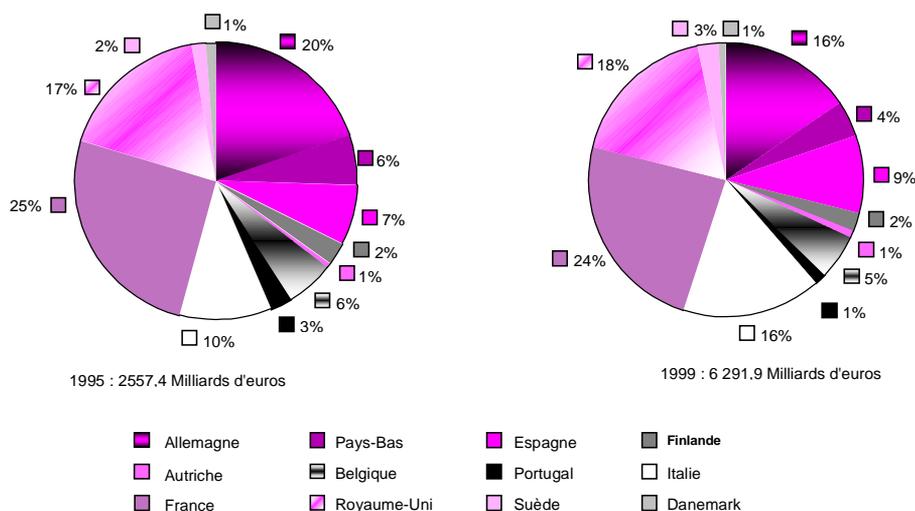
TITRES HORS ACTIONS DÉTENUS PAR LES MÉNAGES EUROPÉENS EN 1995 ET 1999



Source : EUROSTAT

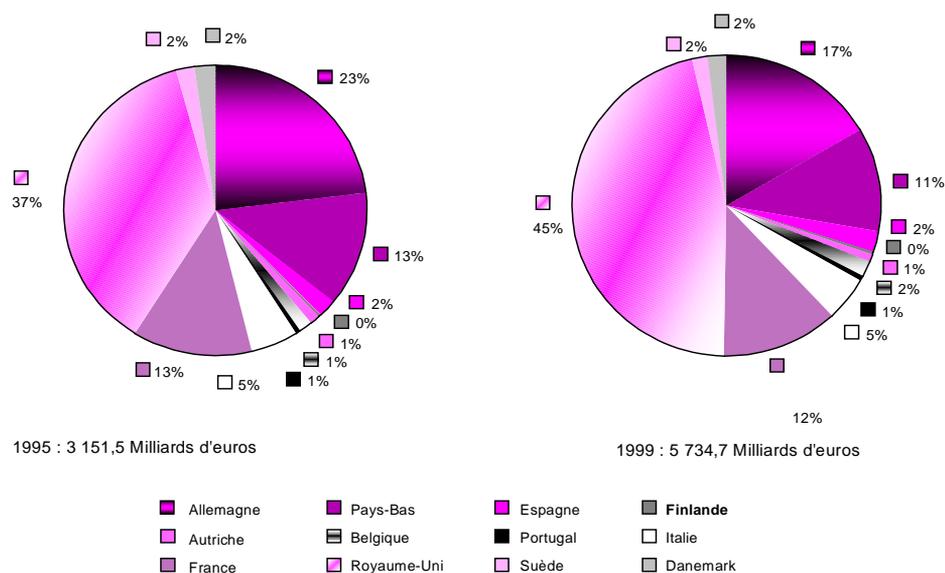
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

ACTIONS ET TITRES D'OPCVM DÉTENUS PAR LES MÉNAGES EUROPÉENS EN 1995 ET 1999



Source : EUROSTAT
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE DÉTENUES PAR LES MÉNAGES EUROPÉENS EN 1995 ET 1999



Source : EUROSTAT
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

TABLEAU A : STRUCTURE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES EUROPÉENS

(encours en millions d'euros)

	Allemagne		Pays-Bas		Espagne		Finlande		Autriche		Belgique	
	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%
Numéraires et dépôts	1 265 763	35,60	211 273	18,56	372 413	34,11	44 750	20,85	149 067	57,05	181 090	23,32
<i>Poids/ensemble</i>		25,89		4,32		7,62		0,92		3,05		3,70
dont billets, pièces et dépôts transférables	338 128	9,51	59 694	5,24	105 339	9,65	34 716	16,17	23 423	8,96	32 898	4,24
<i>Poids/ensemble</i>		36,27		6,40		11,30		3,72		2,51		3,53
Autres dépôts	927 635	26,09	151 579	13,31	267 075	24,46	10 034	4,67	125 644	48,08	148 192	19,09
<i>Poids/ensemble</i>		40,66		6,64		11,71		0,44		5,51		6,50
Titres hors actions	362 189	10,19	24 546	2,16	19 841	1,82	1 485	0,69	17 659	6,76	170 820	22,00
<i>Poids/ensemble</i>		30,19		2,05		1,65	0,00	0,12		1,47		14,24
dont titres de créances négociables et assimilés	1 215	0,03	0		2 579	0,24	38	0,02	153	0,06	3 079	0,40
<i>Poids/ensemble</i>		10,06				21,34		0,31		1,27		25,48
Obligations et assimilés	360 974	10,15	24 546	2,16	17 262	1,58	1 447	0,67	17 506	6,70	167 740	21,61
<i>Poids/ensemble</i>		52,78		3,59		2,52		0,21		2,56		24,53
Actions et titres d'OPCVM	979 531	27,55	257 851	22,65	579 009	53,04	149 440	69,62	41 384	15,84	337 723	43,50
<i>Poids/ensemble</i>		15,57		4,10		9,20		2,38		0,66		5,37
dont actions et autres participations hors titres d'OPCVM	0		0	0	384 464	35,22			11 807	4,52	67 948	8,75
<i>Poids/ensemble</i>						57,18				1,76		10,11
dont titres d'OPCVM	377 054	10,60	57 410	5,04	175 245	16,05			29 577	11,32	104 924	13,51
<i>Poids/ensemble</i>		34,39		5,24		15,98				2,70		9,57
Provisions techniques d'assurance	948 062	26,66	644 744	56,64	120 442	11,03	18 968	8,84	53 196	20,36	86 760	11,17
<i>Poids/ensemble</i>		16,53		11,24		2,10		0,33		0,93		1,51
dont droits nets des ménages-Ass. Vie et fonds de pension	883 680	24,85	631 153	55,44	113 610	10,41	14 891	6,94	42 113	16,12	78 899	10,16
<i>Poids/ensemble</i>		16,13		11,52		2,07		0,27		0,77		1,44
dont réserves primes et sinistres	64 373	1,81	13 590	1,19	6832	0,63	4 078	1,90	11 083	4,24	7 861	1,01
<i>Poids/ensemble</i>		25,20		5,32		2,67		1,60		4,34		3,08
TOTAL	3 555 545	100,00	1 138 414	100,00	1 091 705	100,00	214 643	100,00	261 306	100,00	776 393	100,00
<i>Poids/ensemble</i>		19,63		6,28		6,03		1,18		1,44		4,29

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

TABLEAU B : STRUCTURE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES EUROPÉENS

(encours en millions d'euros)

	Portugal		Italie		France		Royaume-Uni		Suède		Danemark	
	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%
Numéraires et dépôts	95 128	45,78	630 225	26,61	840 059	27,03	972 997	20,24	61 196	17,82	64 942	26,85
<i>Poids/ensemble</i>		1,95		12,89		17,18		19,90		1,25		1,33
dont billets, pièces et dépôts transférables	26 595	12,80			251 147	8,08	0		60 397	17,59	0	
<i>Poids/ensemble</i>		2,85				26,94				6,48		
Autres dépôts	68 532	32,98			581 797	18,72	0		799	0,23	0	
<i>Poids/ensemble</i>		3,00				25,50				0,04		
Titres hors actions	4 803	2,31	415 123	17,53	77 642	2,50	63 416	1,32	17 016	4,95	25 263	10,45
<i>Poids/ensemble</i>		0,40		34,60		6,47		5,29		1,42		2,11
dont titres de créances négociables et assimilés	108	0,05			4 911	0,16	0		0		0	
<i>Poids/ensemble</i>		0,89				40,64						
Obligations et assimilés	4 695	2,26			72 676	2,34	0		17 016	4,95	0	
<i>Poids/ensemble</i>		0,69				10,63				2,49		
Actions et titres d'OPCVM	75 832	36,50	1 036 870	43,79	1 501 049	48,29	1 126 661	23,43	1593 35	46,39	47 189	19,51
<i>Poids/ensemble</i>		1,21		16,48		23,86		17,91		2,53		0,75
dont actions et autres participations hors titres d'OPCVM	0		0		125 703	4,04	0		82 416	24,00	0	
<i>Poids/ensemble</i>						18,70				12,26		
dont titres d'OPCVM	18 035	8,68	0		277 229	8,92	0		56 955	16,58	0	
<i>Poids/ensemble</i>		1,64				25,28				5,19		
Provisions techniques d'assurance	32 021	15,41	285 758	12,07	689 581	22,18	2 644 793	55,01	105 899	30,83	104 472	43,19
<i>Poids/ensemble</i>		0,56		4,98		12,02		46,12		1,85		1,82
dont droits nets des ménages-Ass. Vie et fonds de pension	28 877	13,90	247 214	10,44	621 392	19,99	2 611 444	54,32	105 899	30,83	100 035	41,36
<i>Poids/ensemble</i>		0,53		4,51		11,34		47,66		1,93		1,83
dont réserves primes et sinistres	3 144	1,51	38 544	1,63	68 189	2,19	33 349	0,69	0		4 437	1,83
<i>Poids/ensemble</i>		1,23		15,09		26,69		13,05		0,00		1,74
TOTAL	207 784	100,00	2 367 976	100,00	3 108 331	100,00	4 807 867	100,00	343 446	100,00	241 866	100,00
<i>Poids/ensemble</i>		1,15		13,07		17,16		26,54		1,90		1,34

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

STRUCTURE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES EUROPÉENS ENSEMBLE DES 12 PAYS (1)

(encours en millions d'euros)

	Valeur	%
Numéraires et dépôts	4 888 903	26,99
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
dont billets, pièces et dépôts transférables	932 337	5,15
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
Autres dépôts	2 281 287	12,59
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
Titres hors actions	1 199 803	6,62
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
dont titres de créances négociables et assimilés	12 083	0,07
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
Obligations et assimilés	683 862	3,78
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
Actions et titres d'OPCVM	6 291 874	34,73
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
dont actions et autres participations hors titres d'OPCVM	672 338	3,71
<i>Poids/ensemble</i>		100
dont titres d'OPCVM	1 096 429	6,05
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
Provisions techniques d'assurance	5 734 696	31,66
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
dont droits nets des ménages-assurance vie et fonds de pension	5 479 207	30,25
<i>Poids/ensemble</i>		100,00
Réserves primes et sinistres	255 480	1,41
<i>Poids/ensemble</i>		
TOTAL	18 115 276	100,00
<i>Poids/ensemble</i>	1,34	100,00

(1) Tableaux A + B.

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Patrick BRANTHOMME – Banque de France – Direction générale des études et relations internationales

Fiche thématique

n° 3.f.

LES ASPECTS FINANCIERS DU VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION

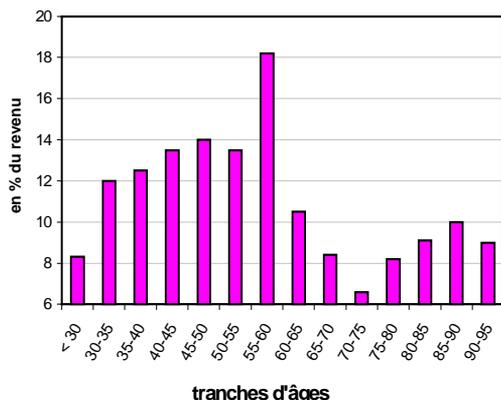
Les implications du vieillissement démographique sur les systèmes économiques (croissance, inflation...), sociaux (équilibre et fonctionnement des régimes de retraite et de santé...) et financiers (évolution de l'épargne, des prix d'actifs immobiliers et boursiers...) suscitent désormais une attention soutenue. Le groupe de travail présidé par Anton BRENDER, président de CPR Gestion, ancien directeur du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII) a étudié les comportements d'épargne et de placement des ménages à l'aune de la « théorie du cycle de vie » et analysé dans quelle mesure ils seront affectés par les évolutions démographiques. Il s'est appuyé ensuite sur une approche macroéconomique et ouverte sur l'extérieur pour tenter d'apprécier la nature des actifs financiers que pourraient accumuler les ménages au cours des prochaines décennies. Il s'est enfin interrogé sur les adaptations qu'il pourrait être nécessaire d'apporter à notre système financier pour lui permettre d'allouer, dans les meilleures conditions, cette accumulation d'épargne.

1. L'approche microéconomique : des effets incertains sur l'épargne des ménages, plus lisibles sur le patrimoine

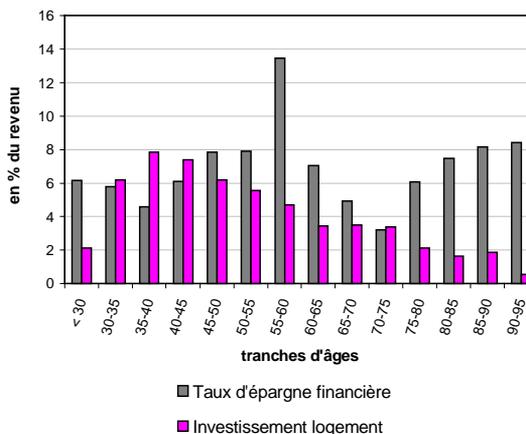
Pour analyser les effets du vieillissement, le groupe de travail a fait le choix de se référer principalement à la « théorie du cycle de vie ». Le modèle théorique de Modigliani, dans sa version la plus simple, postule que l'individu se fixe pour objectif de lisser au cours de sa vie une chronique de consommation, son taux d'épargne évoluant ainsi avec l'âge : endettement au cours de sa jeunesse, puis remboursement des emprunts et accumulation d'un patrimoine au cours de sa vie active, enfin désépargne à partir de sa cessation d'activité. Son patrimoine décrit en conséquence une courbe en cloche.

L'enquête « budget des familles » de l'INSEE fait ressortir que le taux d'épargne décrit bien, comme attendu, à peu près un profil en cloche. Toutefois, si l'on observe bien un pic juste avant la cessation d'activité, on n'enregistre pas ensuite de désépargne et la baisse du taux d'épargne reste limitée.

TAUX D'ÉPARGNE GLOBAL SELON L'ÂGE DE LA PERSONNE DE RÉFÉRENCE, EN 1995



TAUX D'ÉPARGNE FINANCIÈRE ET INVESTISSEMENT LOGEMENT



Champ : ensemble des ménages ordinaires

Source et réalisation : Enquête « Budget de Famille » – INSEE – 1995

Ce profil par âge apparaît, par ailleurs, plus marqué pour l'investissement-logement que pour l'épargne financière.

TABLEAU DE FINANCEMENT DES MÉNAGES EN 1995 (1)

(en pourcentage) (2)

Classe d'âge	Taux d'épargne brut (3)	Taux d'endettement (4)	Taux d'accumulation brut (5)	Taux d'investissement brut (6)	Taux de placements financiers (7)
Moins de 30 ans	-2	13	11,0	16	-5
De 30 à 39 ans	15	4	19,0	22	-2
De 40 à 49 ans	14	1	14,5	8	6
De 50 à 59 ans	18	-3	15,0	5	10
De 60 à 69 ans	16	-2	13,8	-0,4	14
De 70 à 79 ans	19	-0,2	18,9	-0,1	19
80 ans et plus	27	-0,1	26,9	-0,1	27
Ensemble	14,5	1,8	16,3	8,2	8,1

(1) Les taux d'épargne par âge de l'INSEE et du Centre de recherche sur l'épargne (CREP) divergent car ce dernier organisme prend en compte les transferts intergénérationnels et accepte l'existence de taux négatifs à l'inverse de l'INSEE.

(2) En raison des arrondis pratiqués, la somme des taux en ressources et en emplois peut ne pas être rigoureusement égale.

(3) Épargne brute / revenu disponible brut = (6) + (7) - (4).

(4) Endettement nouveau / RDB.

(5) Taux de croissance du patrimoine brut.

(6) Investissements en logement / RDB.

(7) Placements financiers / RDB.

Source et réalisation : CREP

Ces constatations sont toutefois faites « en coupe ». C'est-à-dire qu'elles constituent une photographie instantanée de la situation au moment de l'enquête. Elles doivent donc être corrigées pour être utilisées en projection : outre les « effets d'âge », proprement dits, qui s'exercent sur les taux d'épargne, elles reflètent en outre des « effets de date », résultant d'écart significatifs des conditions économiques ou de l'âge de départ à la retraite dont ont pu bénéficier les différentes générations, et des « effets de génération » traduisant des comportements spécifiques de chaque classe d'âge en fonction de leur vécu historique propre.

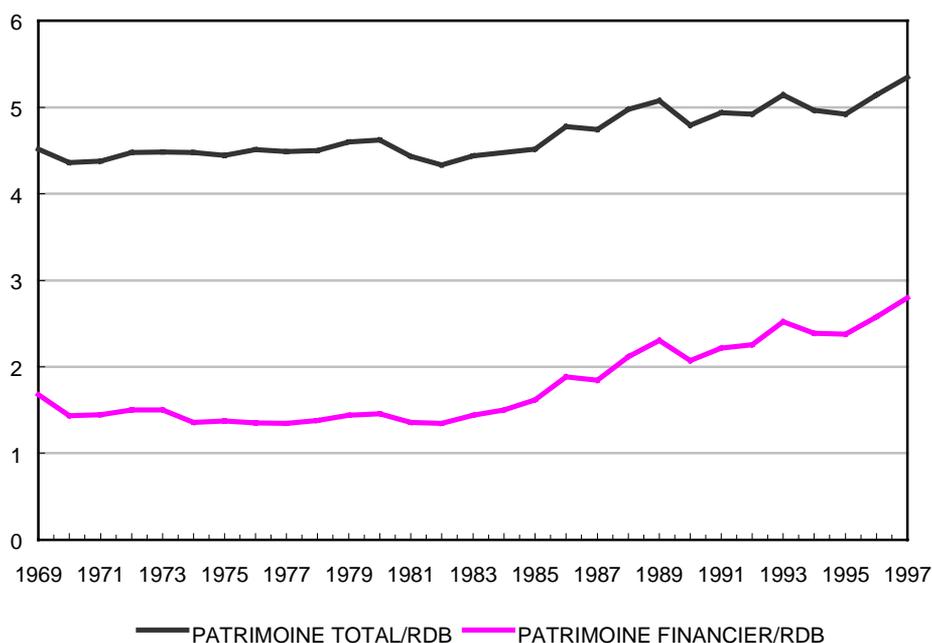
Il existe, par ailleurs, un certain nombre d'éléments de divergence entre les observations empiriques et les arbitrages décrits par le modèle. C'est par exemple le cas de la non fluidité des marchés (il existe des coûts de transaction, les agents rencontrent une contrainte de liquidité) et de l'écart entre le cadre comptable du modèle théorique et celui de la comptabilité nationale. Ce dernier ne prend notamment, logiquement, pas en compte, dans l'effort d'épargne, les cotisations au régime de répartition alors qu'elles apportent au ménage qui y contribue la perspective d'améliorer les revenus de ses vieux jours.

Différentes incertitudes pèsent également sur les arbitrages, par rapport à l'hypothèse d'anticipation parfaite du modèle. Certaines concernent les paramètres du cycle de vie (risque de divorce, de chômage, incertitude sur la durée de vie individuelle...) qui conduisent le ménage à « s'autoassurer ». D'autres concernent, plus particulièrement, la phase terminale du cycle de vie : celle relative au niveau des prestations qui seront servies par les régimes de retraite et le risque de dépendance.

À ceci s'ajoute l'influence sur les comportements des transferts intergénérationnels de revenus qui peuvent exercer une influence compensatrice sur l'inégalité des situations financières au sein d'une même lignée.

S'appuyant sur ces observations et éléments de réflexion, des simulations très simples ont été réalisées. Elles font ressortir qu'à l'horizon des prochaines décennies le taux d'épargne des ménages tels que le mesurent les comptes nationaux ne devrait être modifié que très marginalement par le vieillissement. L'accroissement de l'importance relative des personnes âgées, à taux d'épargne plus faible, devrait être en effet compensé par la baisse de celle des ménages les plus jeunes qui épargnent également relativement peu : c'est ainsi pour l'essentiel dans le déséquilibre à venir du régime par répartition que vont se lire les effets de la démographie sur le taux d'épargne national. La stabilité du taux d'épargne ne devrait cependant pas empêcher le maintien, et sans doute la croissance, du rapport entre le patrimoine et le revenu aux niveaux très élevés atteints à la fin des années quatre-vingt-dix, après un doublement au cours des quinze dernières années.

ÉVOLUTION À LONG TERME DU RAPPORT ENTRE LE PATRIMOINE DES MÉNAGES ET LEUR REVENU



Source : INSEE et Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF
Réalisation : Secrétariat général du CNCT

ÉVOLUTION DE LA STRUCTURE DE DÉTENTION DU PATRIMOINE BRUT DES MÉNAGES PAR LES DIFFÉRENTES CLASSES D'ÂGES ENTRE 2000 ET 2025

(en pourcentage)

Classe d'âges	Variation de la structure de la population des ménages	Variation de la structure de détention des patrimoines bruts (1)	
		S1	S2
Moins de 50 ans	- 10	- 4,3	- 3,2
De 50 à 69 ans	+ 3	+ 1,1	+ 2,2
70 ans et plus	+ 7	+ 5,1	+ 3,0

(1) S1 : scénario « au fil de l'eau » : effets « purs » du vieillissement.
S2 : croissance des revenus plus favorable aux jeunes.

Source : CREP
Réalisation : Secrétariat général du CNCT

Le vieillissement de la population devrait s'accompagner d'une plus grande concentration du patrimoine entre les mains des plus âgés et vers une part croissante des valeurs mobilières. L'accentuation de la part des actifs risqués avec l'âge serait liée à la diversification des risques permise par l'accumulation mais aussi à la plus grande sécurité conférée par l'âge grâce à la disparition ou à la réduction des risques économiques (chômage...) ou familiaux (divorce...).

2. Les effets sur les équilibres macroéconomiques et la nature des besoins de financement

La baisse de la population active attendue dans les décennies à venir devrait peser sur la croissance du PIB potentiel en France et sur la progression du niveau de vie, compte tenu de la poursuite de la croissance de la population totale. Des calculs d'évolution à long terme des capacités et des besoins de financement, fondés sur des hypothèses *ad hoc*¹, ont été réalisés à titre illustratif. Ils font ressortir la perspective d'une augmentation de la capacité de financement de la Nation² au moins jusqu'à l'horizon 2015, puis la persistance à long terme de cette capacité et ce, malgré les effets du vieillissement sur le taux d'épargne nationale, reflétés par le déficit du régime de retraite.

SCÉNARIO À LONG TERME POUR LES CAPACITÉS DE FINANCEMENT PAR AGENT									
AVEC UN DÉFICIT PUBLIC ÉGAL AU DÉFICIT DU RÉGIME DE RETRAITE PROJETÉ DANS LE RAPPORT CHARPIN									
(en pourcentage du PIB)									
	1998 (observé)	2001 2005	2006 2010	2011 2015	2016 2020	2021 2025	2026 2030	2031 2035	2036 2040
Ménages									
Épargne brute	10,3	9,9	10,0	10,0	10,0	10,1	10,1	10,2	10,2
Investissement logement	5,6	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Capacité de financement	4,6	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7
Entreprises (1)									
Épargne brute	11,0	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Investissement brut	10,7	12,0	11,2	10,2	10,1	9,9	9,9	10,0	10,2
Capacité de financement	0,3	- 0,3	0,5	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7	1,5
Administrations									
Épargne brute	0,4	2,6	2,4	1,9	1,4	1,0	0,6	0,1	- 0,3
Investissement brut	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Capacité de financement	- 2,8	- 0,7	- 0,8	- 1,3	- 1,8	- 2,3	- 2,7	- 3,1	- 3,5
Total									
Épargne brute	21,7	24,2	24,1	23,6	23,2	22,8	22,4	22,0	21,6
Investissement brut	19,5	20,7	19,9	18,9	18,8	18,6	18,6	18,7	18,9
Capacité de financement	2,1	3,5	4,2	4,7	4,4	4,1	3,8	3,3	2,7

(1) Y compris entrepreneurs individuels pour les projections. Les définitions comptables retenues sont donc différentes pour les valeurs observées et pour les projections.

Source : Comptes de la Nation pour l'année 1998
Calculs : Groupe de travail du CNCT « Les aspects financiers du vieillissement de la population », à partir du scénario de croissance avec taux de chômage se stabilisant à 6% en 2010

¹ Notamment, la stabilité de l'intensité capitalistique dans le processus de production, qui conduit à une baisse de l'investissement des entreprises et à une augmentation de leur capacité de financement.

² Ces calculs supposent en outre, par construction, que la demande du reste du monde permet de maintenir en permanence l'économie française sur la trajectoire de croissance décrite.

SCÉNARIO À LONG TERME POUR LES BESOINS ET CAPACITÉS DE FINANCEMENT PAR AGENT (1)

(en pourcentage du PIB)

	1998 (observé)	2001 2005	2006 2010	2011 2015	2016 2020	2021 2025	2026 2030	2031 2035	2036 2040
Ménages									
Épargne brute	10,3	9,9	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Investissement logement	5,6	5,4	5,4	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,2
Capacité de financement	4,6	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Entreprises (2)									
Épargne brute	11,0	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,6	11,6	11,6
Investissement brut	10,7	12,0	11,4	11,4	11,3	11,2	11,1	11,0	10,7
Capacité de financement	0,3	- 0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,9
Administrations									
Épargne brute	0,4	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Investissement brut	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Capacité de financement	- 2,8	- 0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total									
Épargne brute	21,7	24,3	24,8	24,8	24,7	24,7	24,7	24,7	24,6
Investissement brut	19,5	20,7	20,1	20,0	19,9	19,8	19,7	19,5	19,2
Capacité de financement	2,1	3,6	4,7	4,8	4,8	4,9	5,0	5,1	5,5

(1) On fait ici l'hypothèse que le pacte de stabilité et de croissance est respecté. La hausse des taux d'activité est compatible avec la stabilisation des dépenses de retraite dans le PIB, ce qui permet le maintien de l'équilibre budgétaire des caisses de retraite grâce à une hausse des taux d'activité aux âges élevés.

(2) Y compris les entrepreneurs individuels pour les projections. Les définitions comptables retenues sont donc différentes pour les projections.

N.B : Les préretraités sont supposés faire partie de la population active.

Source : Comptes de la Nation pour l'année 1998

Calculs : groupe de travail du CNCT « Les aspects financiers du vieillissement de la population », à partir du scénario de croissance avec taux de chômage se stabilisant à 6%, et une hausse des taux d'activité aux âges élevés qui permet de maintenir la croissance du PIB par tête à 2% par an

Un passage en revue des différentes évolutions susceptibles de freiner le ralentissement de la hausse du niveau de vie et de réduire le déficit du régime de retraite (augmentation de l'activité aux âges extrêmes, flux d'immigration accru, hausse de la productivité, augmentation de l'investissement sans accélération de la productivité globale des facteurs...) n'a pas fait apparaître de facteurs susceptibles de remettre en cause cette importance des excédents courants. Il ressort de ces calculs, effectués sur le seul cas français, mais reflétant une tendance commune à l'ensemble des pays européens, qu'une part non négligeable de cette accumulation d'actifs financiers aura pour contrepartie des créances sur le reste du monde. Cette conclusion est confirmée par le résultat des simulations de plusieurs modèles plus complexes³ qui prennent en compte les interactions comptables et financières s'opérant au niveau de l'économie mondiale : l'Europe devrait ainsi accumuler, au cours des vingt-cinq prochaines années, un patrimoine financier important dont une part significative aura été employée à financer le reste du monde et notamment les régions émergentes.

Cette configuration prospective de l'allocation internationale des capitaux, que font ressortir les modèles, suppose cependant que soient vérifiées les hypothèses de transparence des marchés et d'absence d'incertitude. Elle suppose également une stabilité politique des régions d'accueil et la confiance des investisseurs dans le retour à attendre de leurs placements monétaires et financiers à l'extérieur. Or, l'analyse des expériences passées (France à la fin du XIX^e siècle, Japon au cours des deux dernières décennies) montre que cette pérennité est loin d'avoir été toujours assurée concrètement et que les ajustements attendus ont eu du mal à s'opérer, les systèmes financiers éprouvant des difficultés à allouer correctement les financements. Ces difficultés doivent être conservées en mémoire en période de forte accumulation d'épargne.

3. Accompagner, au plan financier, la transition démographique

Quelles adaptations apporter à notre système financier pour lui permettre d'allouer au mieux l'épargne qui va être accumulée ?

La première des conclusions à laquelle est parvenue le groupe de travail est que s'il paraît vain de vouloir définir *a priori* les meilleurs usages de cette épargne, il faut en revanche permettre au système financier de mobiliser dans les meilleures conditions l'information dont il peut disposer sur les horizons de placement des ménages, sur les risques que ceux-ci sont prêts à assumer et sur ceux dont ils veulent se prémunir. Pour que cela soit possible, il est indispensable, pour permettre aux ménages d'organiser leur avenir financier, d'afficher clairement la pérennité et les perspectives des régimes de retraite par répartition. Il faut, par ailleurs, que l'offre de produits financiers continue de s'élargir et de se diversifier en s'étendant notamment à des produits de très long terme. En même temps, la fiscalité de ces produits ne doit pas préorienter les choix des ménages. Par exemple, « des enveloppes de placement » bénéficiant d'un traitement fiscal privilégié destiné à favoriser l'accumulation d'une épargne suffisamment longue pourraient être mises en place. Pour le reste, l'incitation fiscale ne devrait être employée qu'exceptionnellement, deux domaines méritant, cependant de ce point de vue, une attention particulière : l'assurance dépendance et le logement, notamment en ce qui concerne la rente viagère immobilière.

Dans un contexte où l'allongement de la durée de vie va amener plusieurs générations d'une même lignée à coexister et où le patrimoine va avoir tendance à se concentrer entre les mains

³ Turner et *alii* (OCDE, 1998), Aglietta, Lecacheux et *alii* (Équipe Ingénieur, 2000) et Mc Morrow et Roeger (Union européenne, 2000).

des plus âgés, il convient, en outre, de faciliter la circulation des patrimoines pour ne pas défavoriser la consommation des plus jeunes.

Ces mesures ne sauraient toutefois suffire sans dispositions visant à consolider le système financier. S'agissant de nos intermédiaires, il faudra poursuivre le mouvement de professionnalisation des métiers de la finance et, en particulier, de l'industrie de la gestion collective.

De la pertinence des choix effectués dépendra en dernier ressort la qualité de la valorisation des patrimoines qui vont s'accumuler. Celle-ci dépendra cependant également de façon cruciale de la possibilité de parvenir à assurer une certaine stabilité à l'environnement macroéconomique et à prévenir l'apparition de chocs macrofinanciers externes trop importants.

Anton BRENDER⁴ – Président de CPR Gestion

Daniel GABRIELLI⁵ – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

⁴ Président du groupe de travail du CNCT « Les aspects financiers du vieillissement de la population – mars 2001 »

⁵ Rapporteur général du groupe de travail

Fiche thématique

n° 3.g.

L'ENQUÊTE SUR LE PATRIMOINE DES MÉNAGES

Un dispositif d'enquêtes sur le patrimoine

L'enquête sur les patrimoines, réalisée par l'Insee entre octobre 1997 et janvier 1998, s'insère dans un dispositif d'enquêtes approfondies dont le but est d'évaluer la possession des différents types d'actifs ou de passifs patrimoniaux et leur valeur, de décrire le patrimoine professionnel des indépendants, et de retracer l'histoire patrimoniale, conjugale et professionnelle des ménages (héritage, mises en couple, cycle d'activité professionnelle). Ces enquêtes ont eu lieu successivement en 1986, 1991 et 1997. Des enquêtes plus légères en 1996 et 2000 ont permis de mettre à jour les taux de détention entre deux enquêtes approfondies.

L'enquête de 1997-1998 a été réalisée par saisie portable, ce qui a permis notamment de personnaliser les questions, de guider l'enquêteur dans certaines parties du questionnement en fonction des réponses du ménage, de vérifier en cours de collecte la cohérence des réponses.

Le questionnement

On mesure le niveau du patrimoine des ménages, ainsi que sa composition. Pour cela on s'efforce d'évaluer la valeur de chaque actif (financier ou non) possédé par le ménage, en demandant généralement, non pas un montant précis, mais une fourchette dans laquelle le ménage peut situer l'estimation de la « valeur marchande » de son bien.

Dans une première partie du questionnement, on procède au recensement des actifs possédés par le ménage. Pour les actifs financiers, on s'intéresse également à la possession individuelle par chacun des membres du ménage. Si le ménage ne possède pas un type d'actif, on lui demande s'il en a possédé dans le passé.

Les catégories d'actifs passées en revues sont les suivantes :

- livrets d'épargne,
- épargne logement,
- valeurs mobilières (actions, obligations, Sicav, SCPI...),
- bons du Trésor, bons de caisse,

- bons de capitalisation,
- PEP, assurance décès, assurance vie, retraites complémentaires volontaires, retraites surcomplémentaires, autre épargne longue pour la retraite...
- comptes à terme,
- épargne salariale placée en entreprise,
- comptes courants d'associé,
- résidence principale,
- autres logements,
- terres ou terrains, biens professionnels exploités par le ménage dans son activité d'indépendant,
- terres ou terrains, biens professionnels non exploités par le ménage (vacant ou donné en location),
- emprunts, crédits, leasings, viagers,
- prêts d'argent à une personne hors ménage.

Une deuxième étape consiste à déterminer pour chacune des catégories d'actifs possédés par le ménage :

- l'établissement auprès duquel est possédé cet actif,
- la date depuis laquelle il est détenu,
- le montant détenu.

Un questionnaire spécifique est adressé aux ménages dont un membre exerce une activité de travailleur indépendant.

En matière d'endettement, le questionnaire s'attache à séparer ce qui relève de l'endettement au titre d'une activité professionnelle indépendante (actuelle ou passée), et ce qui a trait à des choix privés de recours à l'endettement pour des motifs non professionnels (acquisition de la résidence principale, voiture, vacances, etc).

Des questions portent sur les cycles d'activité de la personne de référence du ménage et de son conjoint. On peut en déduire un calendrier de la carrière de chacun d'entre eux depuis qu'ils ont fini leurs études, en distinguant successivement les grandes périodes d'activité ou d'inactivité qu'ils ont connues. Ces données permettent notamment de repérer les passages du statut d'indépendant à celui de salarié et vice versa.

Par ailleurs, le questionnaire fait un point rapide sur les héritages et donations reçues par le ménage, les donations faites par lui, l'aide apportée aux ascendants ou descendants.

Le plan de sondage

L'échantillon national de l'enquête est de 14 800 logements. Compte tenu des logements hors-champ et des non réponses, le nombre de ménages répondants est de 10 200 ménages et de 26 000 personnes.

L'échantillon, représentatif de l'ensemble du parc de logements, a été tiré selon un plan stratifié dans les deux bases de sondage de l'INSEE, à savoir l'échantillon maître issu du recensement de 1990 et la base de sondage des logements neufs (achevés depuis la date du recensement).

Afin de favoriser l'étude du patrimoine des ménages aisés et celle du patrimoine professionnel, le plan de sondage sur représente les indépendants et les cadres : ainsi, par rapport aux autres logements, on a tiré dans l'échantillon maître trois fois plus de logements occupés par un ménage dont la personne de référence fait partie des indépendants ou des employeurs, et une fois et demie plus de logements d'ingénieur ou cadre, professeur, personnel de catégorie A de la fonction publique.

Le calcul des pondérations des enregistrements utilise la méthode du calage sur les marges. Une reconstitution de la distribution du patrimoine entre les ménages a été opérée *ex post* à partir des déclarations de montants (souvent en tranches ou dans une fourchette, et parfois manquantes sur certains actifs) par simulation économétrique des résidus.

Exploitations et résultats

Les enquêtes sur le patrimoine réalisées par l'INSEE viennent compléter les sources institutionnelles par ailleurs relativement nombreuses, en permettant les analyses au niveau du ménage (alors que les informations collectées par les diverses institutions financières concernent essentiellement des individus — leurs clients —). Elles permettent de collecter des éléments biographiques décrivant les itinéraires et les ruptures, déterminants dans la constitution d'un patrimoine.

À partir de ces enquêtes, des études sont réalisées sur les choix de placement des ménages, les inégalités et les disparités de patrimoine, l'impact du patrimoine de rapport sur les inégalités de revenu, l'accumulation de patrimoine par les différentes cohortes, ou, de manière plus ciblée, l'épargne salariale, l'épargne en vue de la retraite, les comportements spécifiques des travailleurs indépendants, les droits à la retraite et leur interaction avec le patrimoine, etc. Cette source est utilisée par de nombreux travaux de recherche, inspirés par une riche littérature économique (théorie du cycle de vie, arbitrage entre risque et performance, modèles d'héritages et donations). L'enquête permet également de ventiler au niveau microéconomique les stocks de patrimoine ou les flux de revenus du patrimoine connus au niveau macroéconomique.

La mise en perspective des montants de patrimoine déclarés en 1986, 1992 et 1998 par les différentes cohortes montre que chaque génération s'est nettement enrichie entre 1986 et 1998, mais que les jeunes générations ne parviennent plus à accumuler davantage de patrimoine que les générations nées vers 1950.

Karine BURRICAND – INSEE

Enquêtes

Enquête de 1986

S. Lollivier, D. Verger, « *Les différents actifs patrimoniaux : qui possède quoi ?* », Économie et statistique, n° 202, septembre 1987.

S. Lollivier, D. Verger, « *Les comportements en matière d'épargne et de patrimoine* », Économie et statistique, n° 202, septembre 1987.

C. Sarma, « *Les couples non mariés possèdent moins de patrimoine que les couples mariés* », Économie et statistique, n° 214, octobre 1988.

S. Lollivier, D. Verger, « *Au cœur des patrimoines : le livret et le logement* », Insee-Première, n° 29, juin 1989.

Enquête de 1992

L. Arrondel, F. Dumontier, H. Valdelièvre, D. Verger « *Le patrimoine des ménages en 1992* », Insee-Première, n° 210, 1992.

J. Accardo, A. Lafferrère, D. Verger, « *Héritage et donations* », Données sociales, 1996.

F. Guillaumat-Tailliet, J.-J. Malpot, V. Paquel « *Le patrimoine des ménages : répartition et concentration* », Données sociales, 1996.

Dossier « *Le patrimoine des français : comportements et disparités* », Économie et statistique, n° 296-297, 1996.

F. Guillaumat-Tailliet, « *L'endettement domestique des ménages* », Insee-Première, n° 395, 1995.

« *Mesure de l'équivalent patrimonial des droits à la retraite en 1992* », Synthèses n° 5, pages 109-124, Système statistique public, Insee, août 1996.

« *Les ménages fortunés et la gestion de leur patrimoine* », Synthèses n° 11, pages 69-80, Système statistique public, Insee, septembre 1997.

C. Chambaz, F. Guillaumat-Tailliet, J.-M. Hourriez, « *Le revenu et le patrimoine des ménages* », Données sociales, 1999.

C. Cordelier, N. Missègue, « *Les disparités de patrimoine professionnel des indépendants* », Données sociales, 1999.

Enquête de 1996

F. Dumontier, F. Guillaumat-Tailliet, J.-J. Malpot, « *Le patrimoine des ménages se diversifie* », Insee-Première, n° 554, mai 1996.

« *Montants et disparités patrimoniales au sein des ménages* », Synthèses n° 5, pages 83-108, Système statistique public, Insee, août 1996.

Enquête de 1998

F. Dumontier, F. Guillaumat-Tailliet, C. Martinez, « *Le patrimoine des ménages début 1998. Qui détient quoi ?* », Insee-Première, n° 584, mai 1998.

« *Détention d'actifs et disparités de patrimoine parmi les ménages, une mise en perspective sur 12 ans* », Synthèses n° 19, pages 87-118, Système statistique public, Insee, 1998.

C. Martinez, C. Roineau, « *Les taux de possession de patrimoine par les ménages en 1998* », Insee-Résultats, n° 635-636, série Emploi-Revenus n° 144-145, janvier 1999.

« *Structure et disparités du patrimoine des ménages* », Synthèses n° 25, pages 81-106, Système statistique public, Insee, septembre 1999.

C. Burriland, « *Enquête Patrimoine 1998 — Moins d'un salarié sur quatre détient de l'épargne placée en entreprise* », Insee-Première, n° 755, janvier 2001.

Enquête de 2000

F. Dumontier, C. Martinez, C. Roineau, C. Rougerie, A. Tanay « *Patrimoine des ménages en 2000 : une épargne plus risquée* », Insee-Première, n° 756, janvier 2001.



Fiche thématique

n° 3.h.

LES CRÉDITS IMMOBILIERS CONSENTIS AUX MÉNAGES

Après une croissance exceptionnelle en 1999, année au cours de laquelle le montant des transactions avait dépassé les maxima enregistrés lors du précédent cycle immobilier, les crédits à l'habitat consentis aux ménages ont baissé en 2000, tout en restant à un niveau nettement supérieur à celui atteint en 1998

En dépit d'un certain attentisme observé au cours du premier semestre, dû au contrecoup de la fin du dispositif d'amortissement de l'investissement locatif « Périssol », au renchérissement des biens et à la remontée des taux d'intérêt, l'activité sur les marchés du logement a été globalement soutenue en 2000, grâce à une conjoncture économique et financière favorable et à l'impact des diverses dispositions fiscales mises en place au cours de l'année 1999 (nouvelle baisse des droits de mutation à compter de septembre, application du taux réduit de la TVA sur les travaux d'entretien du logement...).

La part des prêts libres est demeurée prépondérante ; elle s'est cependant un peu réduite au profit de celle des prêts d'épargne logement. La répartition des mises en force entre établissements de crédit spécialisés dans le financement du logement et établissements non spécialisés est restée stable.

1. L'évolution des crédits immobiliers consentis aux ménages par les établissements de crédit

Atteignant 63,7 milliards d'euros, les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages se sont inscrits en repli par rapport à 1999 (- 9,4%), année au cours de laquelle ils avaient enregistré une progression exceptionnelle (+ 35% après + 11,1% en 1998 et + 9,7% en 1997) liée à l'arrivée à son terme du dispositif de soutien à l'investissement locatif privé (amortissement Périssol). Malgré le reflux enregistré, le montant des concours mis en force¹ est resté à un haut niveau (+ 22,3% par rapport à 1998), reflétant la bonne tenue du marché du logement en dépit d'un certain tassement au premier semestre, lié au renchérissement des biens et à la remontée des taux d'intérêt. La confiance

¹ Crédits recensés pour le montant total accordé dès le premier versement, quel que soit le montant de ce décaissement.

des ménages est en effet demeurée élevée, bénéficiant d'un environnement économique et financier porteur, marqué par une croissance soutenue, la poursuite de la baisse du chômage et des conditions de financement toujours favorables.

CRÉDITS MIS EN FORCE CONSENTIS AUX MÉNAGES (DONNÉES BRUTES EXPRIMÉES EN MILLIONS D'EUROS)					
	1996	1997	1998	1999	2000
Total des prêts non aidés	40 589	45 077	50 426	68 529	61 970
prêts conventionnés	4 410	4 659	5 147	6 673	6 315
prêts d'épargne logement	10 244	7 188	4 437	3 193	4 157
prêts libres	25 935	33 230	40 842	58 663	51 498
Total des prêts aidés (1)	2 197	1 863	1 701	1 818	1 762
prêts à l'accession à la propriété	284	10	1	1	0
prêts à taux zéro	1 913	1 853	1700	1 817	1 762
Total général	42 786	46 940	52 127	70 347	63 732

(1) Source : Crédit Foncier de France, Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale (données 2000 provisoires)

Source et réalisation : Banque de France – Direction de la conjoncture – SESIA

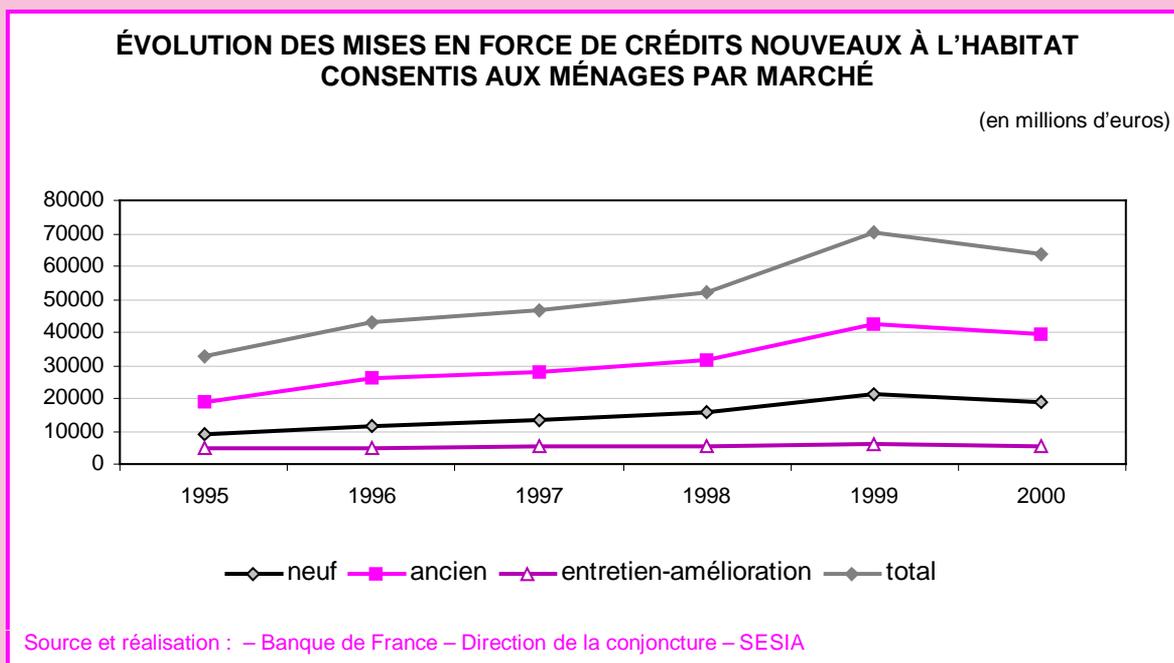
La part des crédits non aidés est demeurée prépondérante, représentant 97,2% du total des financements (97,4% en 1999), celle des crédits aidés s'étant très sensiblement réduite ces dernières années, s'établissant à 2,8% en 2000² contre 8% en 1995, lors de la création, en remplacement du prêt à l'accession à la propriété (PAP), du prêt à taux zéro (PTZ), qui ne peut financer qu'une part limitée des opérations.

La ventilation des crédits non aidés par type de prêt est restée conforme aux tendances dégagées ces dernières années. La part des prêts libres a continué d'être largement prédominante (83,1%, contre 85,6% en 1999), son léger recul étant imputable au regain, après trois années de baisse, des financements par l'épargne logement (6,7% des mises en force, contre 4,7% en 1999), dont la compétitivité a été renforcée par la remontée des taux des prêts libres. Les prêts conventionnés (PC), quant à eux, ont représenté 10,2% des prêts non aidés, contre 9,7% en 1999.

La part des crédits mis en force par les établissements de crédit spécialisés dans le financement du logement avait connu, en 1996, un fléchissement à la suite de la création du PTZ et de la banalisation de sa distribution, qui avait bénéficié aux établissements non spécialisés ; elle est, depuis, restée stable (12,2% en 2000).

² Selon les données provisoires fournies par la Société de gestion du Fonds de garantie à l'accession sociale (SGFGAS).

2. L'évolution des crédits au logement par marchés



2.1. Marché des logements neufs

2.1.1. Le marché a subi le contrecoup de la suppression de l'amortissement « Périssol »...

Selon le ministère de l'Équipement, des transports et du logement, la commercialisation des logements neufs a enregistré un net repli au cours de l'année 2000 (- 25,9%), atteignant 75 182 unités, soit un nombre intermédiaire entre celui de 1996 et celui de 1997, années au cours desquelles le dispositif d'amortissement de l'investissement locatif a commencé à monter en puissance. La baisse a particulièrement été marquée en ce qui concerne les appartements (- 27,4%) dont la part, majoritaire au sein des ventes totales, s'est, de ce fait, un peu effritée avec 83% du marché. Après une forte diminution au second semestre 1999 consécutive à l'arrivée à échéance du dispositif « Périssol », les ventes se sont redressées dès le premier trimestre 2000 puis se sont inscrites sur une pente ascendante les trimestres suivants. Le recours au nouveau dispositif « Besson » s'est progressivement développé, 25% des ventes de l'année 2000 ayant, selon une enquête de la Fédération nationale des promoteurs constructeurs, été effectuées dans ce cadre, essentiellement en province. Plus modérée (- 18,8%), la diminution des mises en vente a traduit un comportement assez prudent des promoteurs, mais les stocks disponibles ont néanmoins pu être en partie reconstitués même s'ils sont demeurés plutôt faibles. La commercialisation de maisons individuelles s'est également contractée, bien que dans des proportions plus faibles (- 17,7%), le moindre recul des mises en ventes (- 12,6%) permettant là aussi une reconstitution des stocks.

Ce sont les ventes de logements de petite taille qui ont enregistré le plus fort recul, les moyennes et grandes surfaces demeurant les plus recherchées, malgré le renchérissement de certaines catégories de logements (+ 12,8% pour les maisons individuelles en secteur groupé, contre + 3,1% pour les appartements).

Dans le même temps, les mises en chantier de logements neufs se sont maintenues, pour la deuxième année consécutive, au-dessus du seuil des 300 000 unités, s'établissant à 311 113 (- 1,9% par rapport aux résultats de 1999). Alors que la construction de logements individuels groupés et d'appartements connaissait une nette diminution (respectivement - 9,8% et - 15,2%), celle de maisons individuelles en secteur diffus enregistrait une nouvelle progression (+ 9,6%, après + 13,1% en 1999).

2.1.2. ...et les mises en force se sont repliées

Les crédits nouveaux à l'habitat pour l'achat d'un logement neuf ont atteint 18,7 milliards d'euros, s'inscrivant en baisse de 12,9% par rapport à 1999, mais en nette hausse par rapport à 1998 (+ 20,5%).

Ce qui représente 29,4% des mises en force totales (30,6% en 1999), principalement des prêts libres (61,4% des concours sur le marché du neuf, contre 65,7% en 1999), dont la distribution a cependant baissé de 18,6% par rapport à l'année précédente. À l'inverse, la part des prêts réglementés s'est légèrement redressée : les prêts conventionnés (PC) ont porté sur 26,7% des mises en force, les prêts d'épargne logement (PEL) sur 3,6% (respectivement 24% et 2,9% en 1999).

2.2. Marché des logements anciens

2.2.1. Le volume des transactions est demeuré élevé...

Le marché du logement ancien, qui avait été très actif en 1999, avec un nombre de transactions nettement supérieur (+ 10,9%) au maximum atteint lors du précédent cycle immobilier, est resté bien orienté ; le volume des transactions s'est établi, selon la Fédération nationale de l'immobilier (FNAIM), à 600 400 (+ 0,6% par rapport à 1999). Cependant, le premier semestre a été caractérisé par un renchérissement rapide des biens et une remontée des taux d'intérêt, qui ont provoqué une diminution de la solvabilité des acquéreurs. L'accalmie relevée sur les transactions, qui pouvait être interprétée comme le signe d'un retournement de conjoncture, a été de courte durée et une reprise a été progressivement enregistrée au second semestre, favorisée par une décélération du rythme d'accroissement des prix (+ 9,7% au second semestre 2000 par rapport à la période correspondante de 1999, + 10,8% au premier semestre), la dissipation des tensions sur les taux d'intérêt et une décreue du chômage. Parallèlement, l'augmentation du nombre de biens proposés à la vente a permis d'élargir l'offre.

2.2.2. ...et la distribution de crédit est restée à niveau élevé

Avec 62% des financements, contre 60,6% en 1999, la part de l'ancien sur le marché du logement s'est accrue ; les montants concernés se sont élevés à 39,5 milliards d'euros, s'inscrivant en repli de 7,3% par rapport à 1999 mais marquant une progression de plus de 26% par rapport à 1998. La part des prêts du secteur libre dans l'ensemble des financements a été ramenée de 93% à 91,1% au profit de celle des PEL (5,2% contre 3,1% en 1999), celle des PC demeurant stable. La baisse du montant des prêts du secteur libre (- 9,2%) peut difficilement être dissociée de l'impact des opérations de renégociation de prêts, en principe exclues du champ de recensement des crédits nouveaux à l'habitat mais que les établissements de crédit ne peuvent pas toujours isoler de la production nouvelle ; ces opérations ont été moindres qu'en 1999, comme le montrent les enquêtes financières effectuées par la Banque de France auprès des établissements de crédit.

2.3. Marché de l'entretien-amélioration de l'habitat

2.3.1. L'effet « tempête » et la fiscalité ont joué un rôle majeur dans la bonne tenue du marché...

Les chefs d'entreprise interrogés dans le cadre de l'enquête de conjoncture de la Banque de France ont fait état du dynamisme de l'activité du secteur, un peu plus marqué dans le second œuvre que dans le gros œuvre. La demande des ménages a continué de bénéficier d'une conjoncture économique favorable et de la baisse du taux de TVA sur les travaux d'entretien du logement, les transactions réalisées dans l'ancien confortant cette tendance.

Selon la Confédération de l'artisanat et des petites entreprises du bâtiment, la bonne orientation de l'activité du bâtiment a un peu plus bénéficié au secteur de l'entretien-rénovation qu'à celui de la construction neuve en raison, d'une part, des conséquences des tempêtes de fin décembre 1999, et, d'autre part, de la stimulation apportée par le taux réduit de la TVA instauré en septembre 1999.

2.3.2. ...mais l'octroi de nouveaux crédits a fléchi

Les mises en force de crédits nouveaux pour l'entretien-amélioration du logement se sont inscrites en repli de 11,5% par rapport à 1999, pour un total de 5,5 milliards d'euros. Leur part au sein de l'ensemble des crédits distribués n'a pas sensiblement varié (8,6% contre 8,8% en 1999).

Le recours aux prêts libres a continué d'être le mode de financement principal (72,6%, contre 78,35% en 1999), en dépit d'une baisse des concours accordés (- 17,9%). Un regain de la distribution de prêts d'épargne logement a également été observé dans ce secteur, le montant correspondant ayant représenté 25,7% des concours contre 19,6% précédemment. La part des prêts conventionnés est demeurée marginale.

3. Les perspectives

Dans un contexte économique toujours favorable, les différentes composantes du secteur du logement devraient continuer de bénéficier d'une activité soutenue en 2001, sous réserve d'une évolution maîtrisée des prix des biens.

Dans la construction neuve, l'augmentation des autorisations observée au cours des trois premiers mois de 2001 et le nombre toujours élevé des mises en chantier laissent envisager le maintien de l'activité à un haut niveau. Sur le marché de l'ancien, les prévisions de la FNAIM tablaient en début d'année sur une progression de 3 % du nombre de transactions, à la faveur notamment d'une atténuation des tensions sur les prix. L'activité d'entretien-amélioration de l'habitat devrait connaître un ralentissement mais l'exercice pourrait bénéficier d'un effet de report, des travaux n'ayant pu être réalisés en 2000 en raison des goulots d'étranglement résultant de l'afflux de la demande.

Bruno RIZZARDO – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 3.i.

LE CRÉDIT INTERENTREPRISES

Le crédit interentreprises est le résultat de pratiques commerciales entre clients et fournisseurs et provient du décalage dans le temps entre la vente des produits et leur règlement : les créances clients correspondent à des ventes non encore réglées, alors que les dettes fournisseurs se rapportent à des achats non encore payés.

1. L'approche macroéconomique

La comparaison des dettes commerciales à d'autres grandeurs macroéconomiques comme l'endettement à court terme auprès des établissements de crédit montre que les dettes commerciales sont toujours une des principales sources de financement à court terme des entreprises françaises.

Fin 1998, dernière année pour laquelle les données sont disponibles¹, les créances commerciales (créances clients + avances et acomptes versés) étaient de 3 143 milliards de francs tandis que les dettes commerciales (dettes fournisseurs + avances et acomptes reçus) étaient de 2 720 milliards, soit un solde du crédit interentreprises, appelé solde commercial net, de 423 milliards² (les dettes commerciales sont par nature d'un montant proche de celui des créances, la différence étant due aux créances sur les administrations et le reste du monde).

Comparativement, les crédits de trésorerie accordés par les banques aux entreprises étaient de 838,3 milliards de francs à la même date³.

¹ Cette approche macroéconomique nécessite une information la plus exhaustive possible. Elle repose sur l'agrégation des données sectorielles publiées dans « Images économiques des entreprises au 1^{er} janvier 1999 », *INSEE Résultats 2000*, concernant 690 000 bilans d'entreprises soumises aux bénéfices industriels et commerciaux, déclarant au bénéfice réel normal (BIC-BRN).

² Le solde commercial brut, défini à partir des seules créances clients (2 934 milliards) et des dettes fournisseurs (2 205 milliards) était de 729 milliards.

³ Source : *Bulletin mensuel de la Banque de France* n° 86, février 2001, tableau 20 Crédits des banques aux sociétés non-financières, chiffres de décembre 2000. Il s'agit des banques *stricto sensu*, hors sociétés financières.

2. L'approche microéconomique

Dans le cadre des travaux de l'Observatoire des délais de paiement, l'évolution des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises est analysée chaque année⁴ à partir des données comptables d'environ 190 000 entreprises de la base FIBEN de la Banque de France.

Définitions

Une bonne compréhension des véritables enjeux du crédit interentreprises nécessite une définition précise des concepts utilisés.

- *le ratio « délais clients » rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires ;*
- *le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours d'achats ;*
- *le solde du crédit interentreprises correspond au solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs. On peut le définir de façon équivalente comme la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires. Il reflète la situation prêteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise.*

On calcule ensuite des moyennes de ratios individuels, aussi appelées moyennes non pondérées. Cette approche microéconomique, où chaque entreprise, quelle que soit sa taille, exerce le même poids dans le calcul de la moyenne, permet de prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles.

Ces moyennes sont calculées sur l'ensemble des entreprises (Total), pour les entreprises de moins de 20 salariés (Petites), celles de 20 à 499 salariés (PME) et les entreprises de plus de 500 salariés (Grandes).

Avant d'examiner successivement les délais clients, les délais fournisseurs et le solde du crédit interentreprises, tant sur la dernière année connue (1999) que sur l'ensemble de la période⁵, il est utile de rappeler que les données utilisées ne permettent pas de mesurer les retards de paiement, mais les délais effectifs évalués à partir des bilans annuels.

Ces délais effectifs sont en fait le cumul des délais de paiement contractuels prévus à l'origine des transactions et d'éventuels retards de paiement. Il n'est pas dans notre propos d'examiner ici le problème des retards de paiement, mais celui-ci préoccupe suffisamment les

⁴ Les concepts étudiés ne peuvent pas prendre en compte de fortes variations infra-annuelles des achats ou du chiffre d'affaires, ce qui explique que les délais de paiement ont tendance à augmenter par un simple effet mécanique lors des périodes de reprise comme en 1994 ou 1997. En effet, le relèvement sensible de l'activité en fin d'année renforce le numérateur du ratio (créances clients en fin d'année) tandis que le dénominateur, qui prend en compte le flux sur l'ensemble de l'année, reste modéré du fait d'une activité plus restreinte en début de période (cf. « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1997 », É. Kremp et B. Bardes, *Bulletin mensuel de la Banque de France*, n 60, décembre 1998).

⁵ D'après un article de B. Bardes paru dans le *Bulletin mensuel de la Banque de France* – N 84 – décembre 2000. Les chiffres cités correspondent à des moyennes non pondérées de ratios individuels (approche microéconomique). Les séries statistiques complètes pour l'ensemble de l'économie, par secteur et par taille sont publiées dans « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises. Statistiques de 1990 à 1999 en nomenclature NAF ». *Collection entreprises – Observatoire des entreprises – 832 0001 – Banque de France*.

instances communautaires pour que la Commission européenne ait publié l'an dernier une directive sur ce thème (cf. encadré ci-après).

***La directive européenne n° 2000/35/CE du 29 juin 2000
sur les retards de paiement***

Publiée au Journal officiel de la Communauté européenne le 8 août 2000, elle est entrée en vigueur depuis cette date.

Elle prévoit que les États membres veillent à ce que des intérêts soient exigibles :

- le jour suivant la date de paiement ou à la fin du délai de paiement fixé dans le contrat ;*
- ou, si la date ou le délai de paiement n'est pas fixé dans le contrat, trente jours après la date de réception, par le débiteur, de la facture ou d'une demande de paiement équivalente.*

Cette exigibilité est automatique, un rappel n'est pas nécessaire.

Ces intérêts sont exigibles :

- si la date de réception de la facture ou de la demande de paiement équivalente est incertaine, trente jours après la date de réception des marchandises ou de prestation des services ;*
- ou, si le débiteur reçoit la facture ou la demande de paiement équivalente avant les marchandises ou les services, trente jours après la réception des marchandises ou la prestation des services ;*
- ou, si une procédure d'acceptation ou de vérification permettant de certifier la conformité des marchandises ou des services avec le contrat est prévue par la loi ou dans le contrat et si le débiteur reçoit la facture ou la demande de paiement équivalente plus tôt ou à la date de l'acceptation ou de la vérification, trente jours après cette dernière date.*

Les États membres doivent veiller à ce que le créancier, dans la mesure où il a rempli ses obligations contractuelles et où il n'a pas reçu le montant dû à l'échéance, soit en mesure de réclamer :

- non seulement des intérêts de retard ;*
- mais aussi un dédommagement raisonnable pour tous les frais de recouvrement encourus.*

Le taux d'intérêt pour retard de paiement, « taux légal » que le débiteur est obligé d'acquitter, correspond au taux d'intérêt le plus récent de l'opération principale de refinancement appliqué par la Banque centrale européenne, majoré d'un minimum de sept points de base.

Les États membres prévoient, conformément aux dispositions nationales applicables en vertu du droit international privé, que le vendeur peut conserver la propriété des biens jusqu'au paiement intégral lorsqu'une clause de réserve de propriété a été explicitement conclue entre l'acheteur et le vendeur avant la livraison des biens.

Ils veillent à ce qu'un titre exécutoire, quel que soit le montant de la dette, puisse être obtenu normalement dans les quatre-vingt-dix jours civils après que le créancier a formé un recours ou introduit une demande auprès d'une juridiction ou d'une autre autorité compétente, lorsqu'il n'y a pas contestation portant sur la dette ou sur des points de procédures.

Les États membres doivent mettre en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive avant le 8 août 2002.

2.1. Les délais clients

2.1.1. Malgré le rebond de 1999, la diminution des délais clients sur longue période reste importante

Observé en 1998, le retour à la tendance longue de diminution des délais clients ne s'est pas confirmé en 1999.

Les délais clients, exprimés en moyenne de ratios (donc fortement marqués par les résultats d'un grand nombre de PME et de très petites sociétés), ont en effet progressé de 0,6 jour sur l'ensemble de l'économie. Pour les seules entreprises de l'industrie, la hausse est de 1 jour. Ces évolutions n'ont pas compensé les diminutions enregistrées en 1998 (- 1,6 jour sur l'ensemble de l'économie et - 2,2 jours pour la seule industrie).

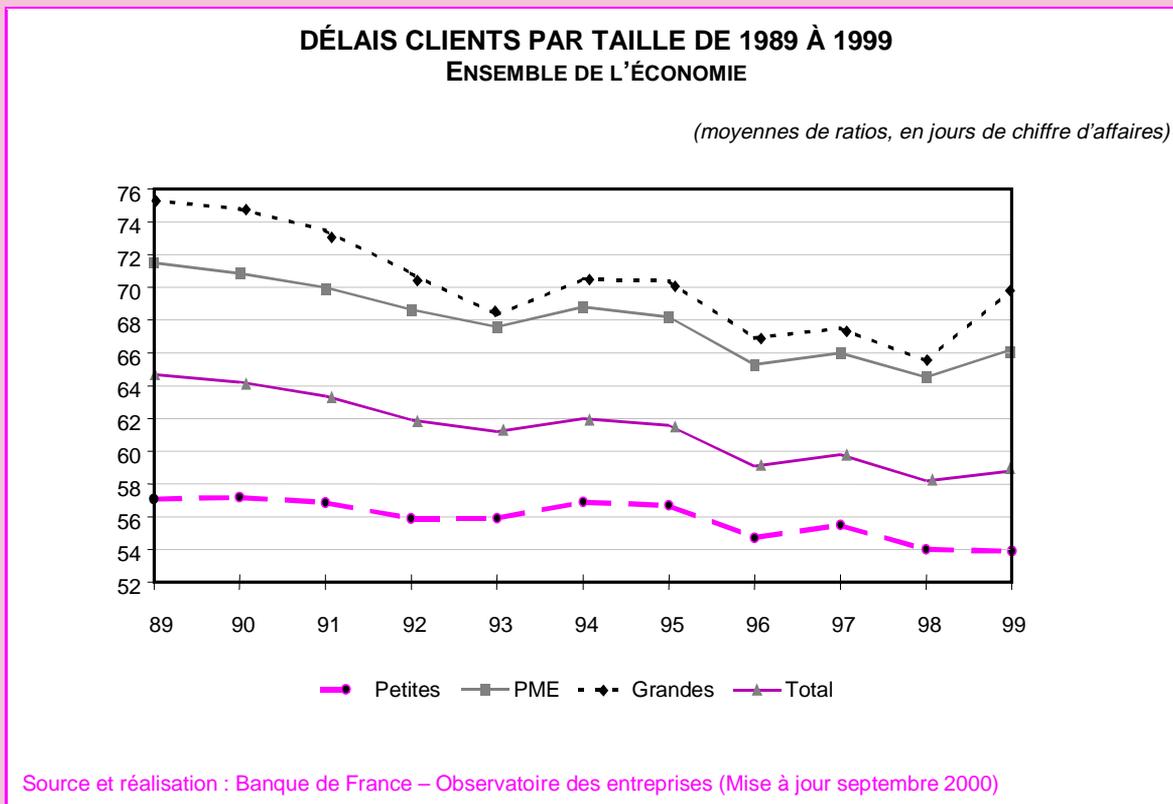
En 1998, la baisse des délais clients dans l'ensemble de l'économie était de 2 jours pour les grandes entreprises, contre 1,5 jour pour les PME et les plus petites sociétés. Parmi les grandes entreprises, le recul était plus accentué pour les très grandes firmes de plus de 2 000 salariés (- 2,2 jours) que dans les sociétés dont l'effectif était compris entre 500 et 2 000 personnes (- 1,9 jour).

En 1999, la distinction par taille montre une hausse des délais clients de 4,4 jours pour les grandes entreprises et de 1,7 jour pour les PME, mais un faible repli de 0,1 jour pour les sociétés de moins de 20 personnes. Les grandes entreprises amplifient donc le retournement puisqu'elles avaient connu la baisse la plus forte en 1998. En revanche, la baisse se poursuit dans les plus petites entreprises.

Cette augmentation des délais clients est moins sensible pour les entreprises de plus de 2 000 salariés (3,1 jours) que chez celles dont l'effectif se situait entre 500 et 2 000 personnes (4,6 jours). Pour les seules entreprises de l'industrie, les délais clients sont partout en hausse de 4,8 jours dans les grandes firmes contre 1,1 jour dans les PME et 0,6 jour dans les très petites entreprises.

Malgré la remontée des délais clients en 1999, le recul observé sur l'ensemble de la période 1989-1999 reste important, de l'ordre de 5,9 jours de chiffre d'affaires sur l'ensemble de l'économie.

Pour les entreprises de l'industrie, la baisse reste également sensible, les délais clients revenant de 79,5 jours en 1989 à 74,2 jours en 1999 (- 5,3 jours).



2.1.2. L'évolution est très différenciée selon la taille des sociétés

La tendance longue à la diminution des délais clients est nette, quelle que soit l'importance des entreprises, mais des différences sont à noter dans l'ensemble de l'économie quant à l'ampleur des évolutions sur la période 1989-1999. Le repli a été plus sensible dans les grandes entreprises (– 5,4 jours) et dans les PME (– 5,3 jours) que dans les très petites entreprises (– 3,2 jours).

Pour les seules sociétés de l'industrie, l'évolution selon les tailles est similaire, puisque les replis atteignent – 6,5 jours dans les PME, – 6,1 jours dans les grandes firmes et – 1,7 jour dans les très petites sociétés industrielles.

2.1.3. La tendance est similaire dans les différents secteurs

Le mouvement de repli des délais clients de 1989 à 1999 est général quel que soit le secteur, à l'exception de l'agriculture (+ 1,2 jour).

La baisse est particulièrement sensible dans les industries de biens d'équipement (– 7 jours) ainsi que dans les activités immobilières (– 6,5 jours) et de commerce (– 6,4 jours).

Par contre, le repli est peu important dans l'industrie automobile (– 2,8 jours).

Comme pour les années antérieures, les résultats obtenus en 1999 sur les délais clients dans l'ensemble de l'économie recouvrent des niveaux très différents selon les secteurs. En effet, si la moyenne non pondérée des délais clients s'est établie à 58,8 jours de chiffre d'affaires, tous secteurs confondus, sa valeur varie de 13,8 jours dans les services aux particuliers à 81,3 jours dans le secteur de la construction, 83,9 jours pour les industries de biens d'équipement et à 84,2 jours

pour les services aux entreprises. Ces trois derniers secteurs enregistrent, depuis plusieurs années, les délais clients les plus élevés.

La dispersion des délais clients d'un secteur d'activité à l'autre reste ainsi nettement plus importante que celle selon la taille des entreprises, à l'intérieur d'un secteur donné. Cette constatation implique de toujours prendre des précautions lors de l'interprétation des différences de niveau dues à l'importance des sociétés. Elle montre aussi que le niveau absolu des délais clients est fortement lié à des habitudes de règlements propres à chaque métier. De plus, il convient de faire remarquer que, dans les activités à cycle long, les entreprises bénéficient d'avances et acomptes clients (non pris en compte dans la présente étude) qui tempèrent l'importance prise par les délais clients.

2.2. Les délais fournisseurs

2.2.1. En 1999, les délais fournisseurs ont augmenté, après un recul important sur longue période

Comme pour les délais clients, la tendance longue à la diminution des délais fournisseurs s'est interrompue en 1999.

Exprimés en moyenne de ratios, donc très influencés par le grand nombre de PME et de très petites sociétés, les délais fournisseurs connaissent en effet à nouveau un rebond de l'ordre de 1,1 jour pour l'ensemble de l'économie et de 1,9 jour pour l'industrie. Cette hausse ne compense pas les diminutions enregistrées en 1998 (-1,3 jour pour l'ensemble de l'économie et -2 jours pour l'industrie).

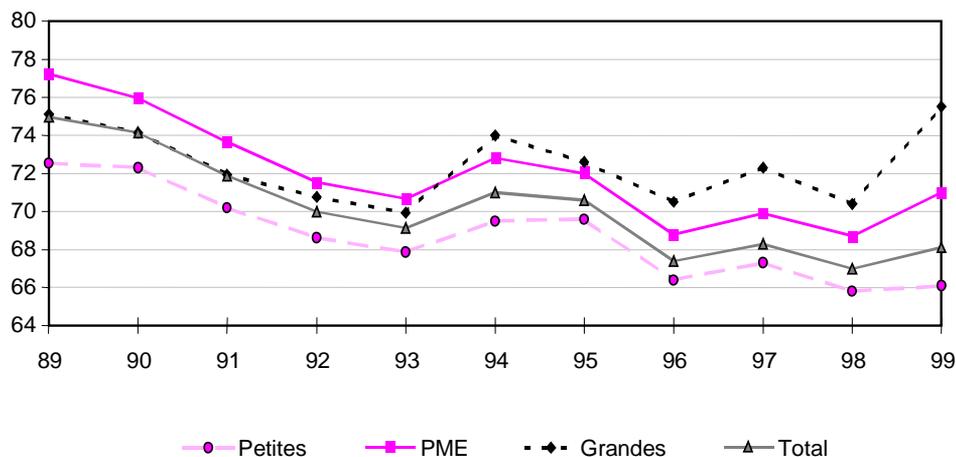
Par taille d'entreprise, la progression est générale, mais les différences d'évolution des délais fournisseurs sont un peu plus prononcées que pour les délais clients sur l'ensemble de l'économie. La hausse a été de 5,1 jours dans les grandes sociétés, de 2,3 jours dans les PME et de 0,3 jour pour les plus petites entreprises.

Dans l'industrie, la hausse est aussi très différente entre les grandes firmes (6,4 jours), les PME (2,3 jours) et les très petites entreprises (1,3 jour).

Malgré la reprise observée en 1999, la baisse sur longue période des délais fournisseurs (exprimés en jours d'achats) reste nette : le repli atteint -6,9 jours sur l'ensemble de l'économie et -5,9 jours pour les seules entreprises de l'industrie par rapport à 1989.

DÉLAIS FOURNISSEURS PAR TAILLE DE 1989 À 1999 ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE

(moyennes de ratios, en jours d'achats)



Source et réalisation : Banque de France – Observatoire des entreprises (Mise à jour septembre 2000)

2.2.2. Le recul sur longue période est dépendant de la taille des entreprises

Sur la période 1989-1999, l'influence de la taille des entreprises semble relativement forte. Ainsi, dans l'ensemble de l'économie, le repli est de 6,2 jours pour les PME et de 6,4 jours pour les très petites entreprises, contre une hausse de 0,4 jour pour les grandes firmes. Pour ces dernières, le retournement de 1999 a donc permis de revenir au niveau de 1989, mais sur l'ensemble de la période, il y a eu d'amples fluctuations avec, notamment, de forts rebonds, observés déjà en 1994 et 1997.

L'amélioration de la situation des grandes entreprises en termes de trésorerie provient donc de la réduction des délais clients et non d'une plus grande maîtrise des délais fournisseurs.

2.2.3. La tendance est différente selon les secteurs d'activité

Le repli des délais fournisseurs sur la période 1989-1999 n'est pas général puisque trois secteurs (l'agriculture, les industries agroalimentaires et les activités immobilières) enregistrent une hausse.

Comme pour les délais clients, l'examen par activités fait apparaître une grande dispersion sectorielle des délais fournisseurs. Calculé en jours d'achats, le résultat pour l'ensemble de l'économie est de 68,1 jours, mais avec de fortes variations d'un secteur à l'autre. Toutefois, cette dispersion va en se réduisant puisque l'écart maximal revient de 39,6 jours en 1989 à 28,4 jours en 1999, les valeurs extrêmes s'établissant à 54,5 jours dans les services aux particuliers et à 82,9 jours dans les industries de biens d'équipement.

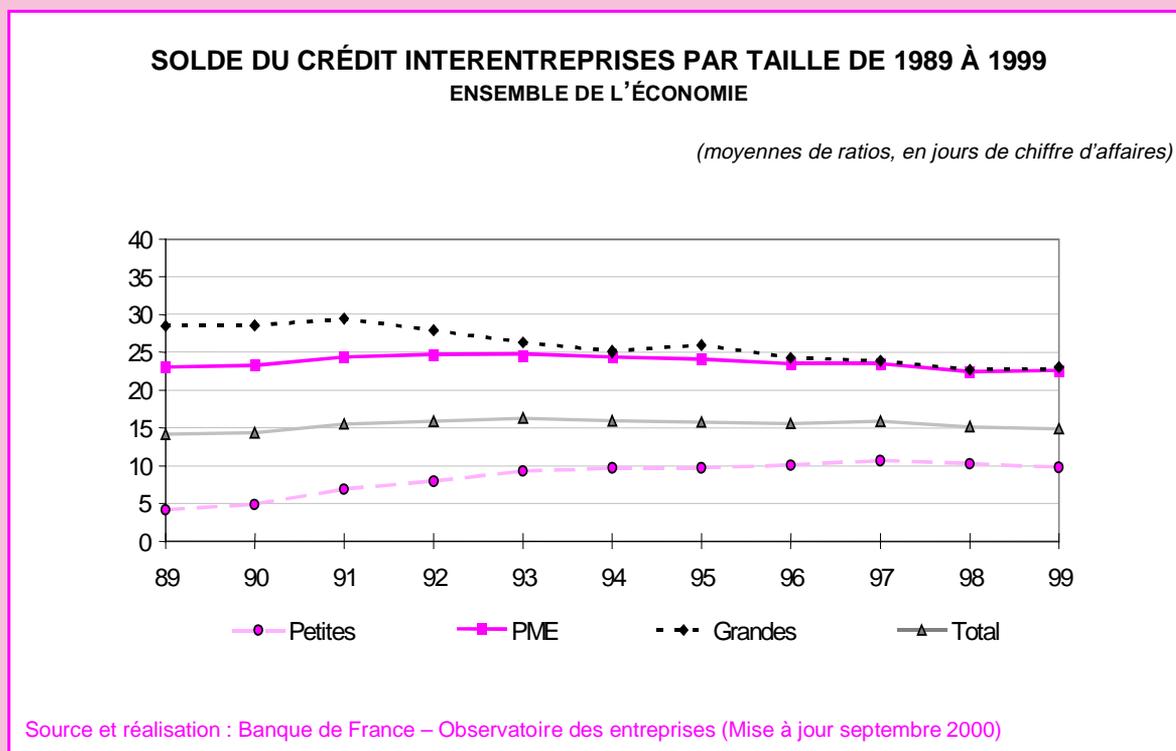
2.3. Le solde du crédit interentreprises

2.3.1. Un léger tassement en 1999 comme en 1998

Comme les délais clients et les délais fournisseurs évoluent de manière proche, le solde du crédit interentreprises évolue peu. Sa diminution est de 0,3 jour en 1999 (après - 0,7 jour en 1998) pour l'ensemble de l'économie (14,9 jours, contre 15,2 jours en 1998) et de 0,1 jour seulement pour l'industrie (26,4 jours, au lieu de 26,5 jours l'année précédente). Les situations sont variables selon la taille des entreprises, mais on ne note pas de grands changements d'un exercice à l'autre.

Le solde du crédit interentreprises reste assez sensiblement différent selon les secteurs. Certains ont un solde positif assez élevé (ils sont donc fortement prêteurs), comme les services aux entreprises (47,5 jours de chiffre d'affaires), les industries de biens d'équipement (33,2 jours) et les transports (32,1 jours).

D'autres sont structurellement emprunteurs, avec un solde négatif de 13,4 jours pour les services aux particuliers, de 10,4 jours pour le sous-secteur commerce et réparation automobile et de 25,8 jours pour le commerce de détail.



2.3.2. Une stabilité sur longue période

La relative stabilité d'ensemble du solde du crédit interentreprises sur longue période se vérifie une fois de plus, avec une légère hausse entre 1989 et 1999. Les évolutions sont surtout différentes selon la taille des entreprises.

Sur l'ensemble de l'économie comme pour les seules activités industrielles, il y a eu, au cours de la période sous revue, un allongement progressif pour les très petites entreprises, un repli pour les PME et une nette diminution pour les grandes sociétés.

- Dans l'ensemble de l'économie, le solde pour les très petites entreprises augmente de 4,1 jours en 1989 à 9,8 jours en 1999, alors que celui des grandes sociétés s'inscrit en recul de 28,5 jours à 22,9 jours, la situation des PME étant quasiment stable (de 23,1 jours à 22,6 jours).
- Dans l'industrie, le phénomène est également marqué, puisque le solde du crédit interentreprises passe de 18,9 jours à 24,4 jours pour les plus petites entreprises, alors que celui des PME tombe de 31,6 jours à 28,2 jours. Pour les grandes firmes, la diminution atteint 9,8 jours (de 33,5 jours à 23,7 jours).

Les évolutions sur longue période proviennent surtout d'une diminution des délais clients plus accentuée pour les grandes firmes, alors que les évolutions sont moindres pour les délais fournisseurs.

Les plus petites entreprises doivent financer l'alourdissement relatif de leur solde de crédit interentreprises, ce qui induit, pour elles, le recours à d'autres sources de financement, essentiellement bancaires, étant donné qu'elles ne peuvent guère faire appel aux marchés de capitaux.

Les grandes sociétés parviennent, au contraire, à réduire les charges correspondantes grâce à leurs efforts de maîtrise des délais clients, mais il convient de rappeler qu'en niveau, ces charges sont naturellement plus élevées que dans les très petites sociétés.

3. Comparaison internationale sur longue période

3.1. Les créances clients évoluent assez lentement

Il est possible de comparer le poids des créances clients au sein des différents pays grâce à la base Bach⁶, base de comptes harmonisés sur les entreprises, et d'apporter ainsi un éclairage sur cet aspect des relations commerciales très lié aux habitudes de facturation. La comparaison porte sur six pays (la France et ses principaux partenaires commerciaux) et concerne les entreprises de l'industrie pendant la période 1989-1998.

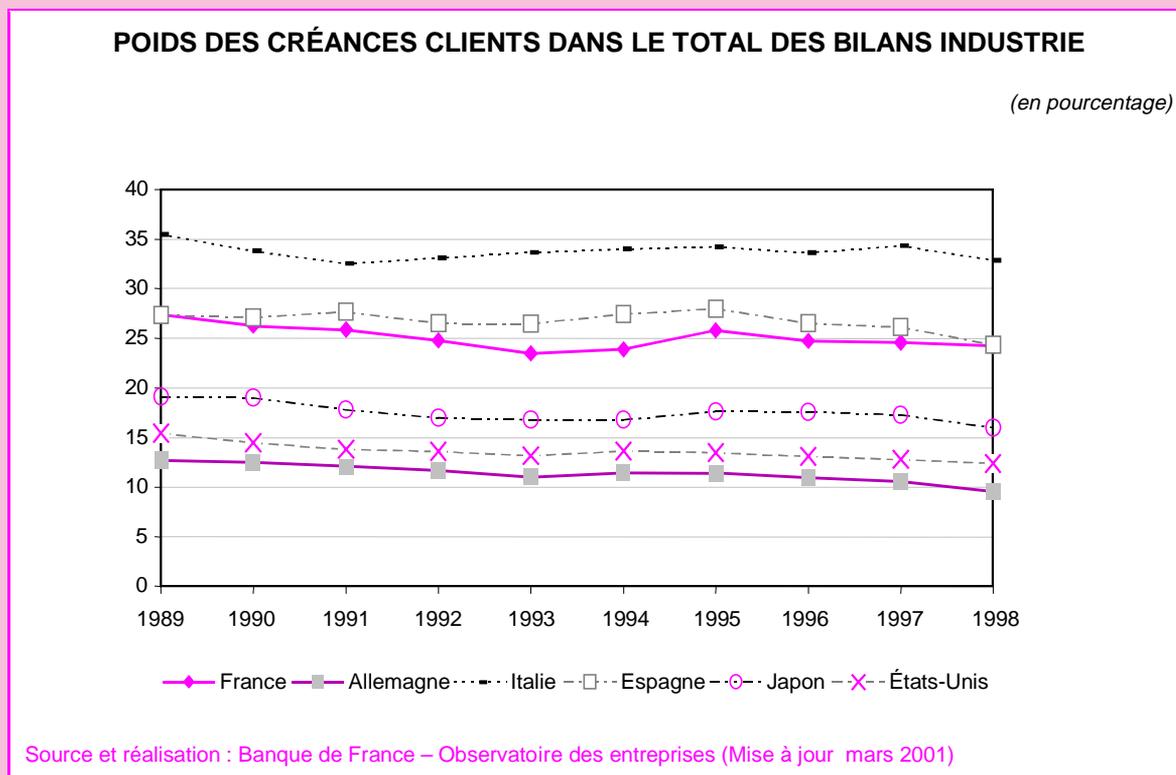
Avant toute interprétation, il est nécessaire de rappeler que les comparaisons internationales en niveau sont toujours à manier avec prudence car les concepts et les règles comptables varient d'un pays à l'autre malgré les efforts d'harmonisation menés pour la constitution de la base Bach⁷.

L'approche méthodologique retenue dans la base Bach privilégie l'analyse en structure de bilans ; pour cette comparaison internationale, les créances clients⁸ sont donc rapportées au total du bilan.

⁶ Bach (*Bank for the accounts of companies harmonized*) est une base de données gérée et distribuée par la Direction générale des Affaires économiques et financières (DGII) de la Commission européenne. Bach contient des informations agrégées et harmonisées sur les comptes annuels des entreprises non financières et couvre onze pays européens, le Japon et les États-Unis.

⁷ Dans la liasse fiscale, les créances clients et les dettes fournisseurs comprennent, en France, les créances et les dettes vis-à-vis du poste « groupe et associés », alors qu'elles sont exclues en Allemagne. La méthodologie Centrale de bilans de la Banque de France permettrait de les identifier.

⁸ Le schéma comptable de la base Bach repose sur une décomposition de l'actif net. En conséquence, le poste « amortissements et provisions » (BY) est soustrait au poste « clients et comptes rattachés » (BX). Le poste BY représente en moyenne plus de 5% du poste BX.



L'élément notable pour les six pays est la tendance générale à une baisse, limitée, des créances clients en proportion du total des bilans sur l'ensemble de la période. Les résultats de 1998 n'apportent pas de changement significatif à cette tendance.

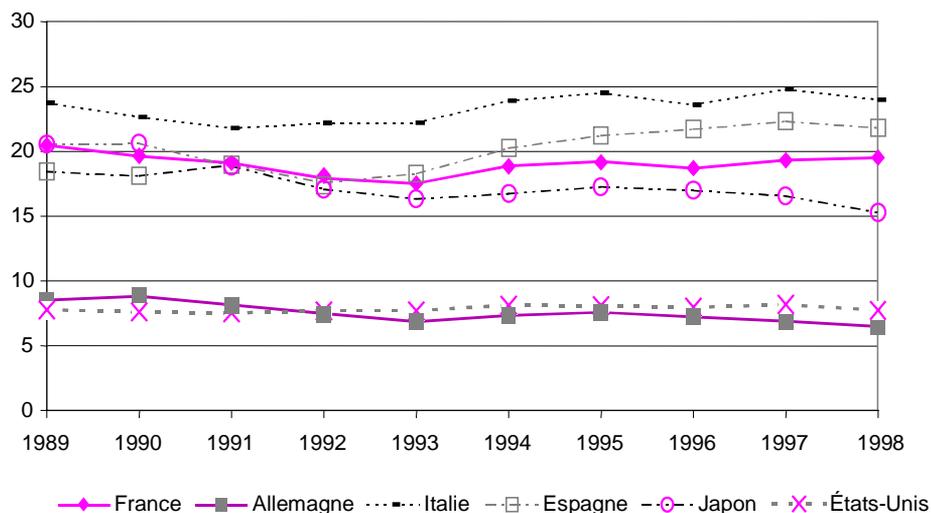
La hiérarchie entre les pays reste stable, avec des niveaux plus élevés en France et en Espagne, mais surtout en Italie, tandis que des pays comme les États-Unis et l'Allemagne sont à un niveau plus faible, le Japon connaissant une situation intermédiaire.

3.2. Les dettes fournisseurs

La base Bach permet également de comparer le niveau et l'évolution des dettes fournisseurs dans ces mêmes pays. Pour cela, les dettes fournisseurs sont comparées au total des bilans dans l'industrie, la notion d'achats, utilisée précédemment pour la France, n'étant pas disponible dans tous les pays.

POIDS DES DETTES FOURNISSEURS DANS LE TOTAL DES BILANS INDUSTRIE

(en pourcentage)



Source et réalisation : Banque de France – Observatoire des entreprises (Mise à jour mars 2001)

Le poids des dettes fournisseurs dans le total des bilans évolue aussi lentement dans tous les pays étudiés, mais sur l'ensemble de la période il remonte dans certains pays (Espagne, Italie), contrairement au poids des créances clients.

La mise en perspective effectuée en prenant, en même temps, en compte le poids des créances clients fait apparaître trois types de comportement :

- pour la France, l'Italie et l'Espagne, les créances clients importantes s'accompagnent de dettes fournisseurs élevées ;
- pour les États-Unis et l'Allemagne, les habitudes commerciales conduisent à des créances clients et des dettes fournisseurs faibles ; en particulier en Allemagne du fait des escomptes de règlement⁹
- au Japon, les créances clients et les dettes fournisseurs se situent à des niveaux médians par rapport à ce qui est observé dans les autres pays.

Bernard BARDES – Banque de France – Observatoire des entreprises

⁹ Sur cette pratique en Allemagne, Cf. « Modes de financement des entreprises allemandes et françaises », 832-9902, 1999, *Observatoire des entreprises*, A. Sauvé, M. Scheuer, H. Friderichs, D. Gerdesmeier, E. Kremp, B. Pararque et E. Stöss.



Fiche thématique

n° 3.j.

L'INNOVATION FINANCIÈRE EN 2000 ET NOUVEAUX PRODUITS D'ÉPARGNE

1. Les ETF (*Exchange Traded Funds*) : Un succès probable participant du nouveau mode de compétition entre places financières

Les premiers ETF (*Exchange Traded Funds*) ou « Trackers » cotés sur *Euronext*, ont été introduits sur le segment qui leur est dédié (Next Track) le 15 janvier 2001.

Les ETF sont des fonds indiciels cotés. Comme tous les OPCVM indiciels, ce sont des instruments de gestion collective de l'épargne dont le portefeuille réplique passivement la composition d'un indice sous-jacent. Cette gestion passive explique la faiblesse des coûts de gestion, lesquels sont de l'ordre de 0,5% de l'actif net géré. Les ETF se différencient de l'ensemble des fonds indiciels puisqu'ils font l'objet d'une cotation en continu. Ils peuvent ainsi être négociés tout au long d'une séance, à un prix de marché. Celui-ci peut différer légèrement et temporairement de la valeur théorique indiquée par la valeur liquidative calculée quotidiennement, selon l'intensité de l'offre et de la demande. La présence de teneurs de marché, ainsi que l'absence de frais d'entrée et de sortie, renforcent la liquidité des ETF et leur usage par les professionnels, à des fins de diversification, d'arbitrage, de gestion de trésorerie ou de couverture.

La cotation des ETF sur *Euronext* devrait rencontrer un succès comparable à celui observé aux États-Unis depuis 1993 auprès des investisseurs, renforçant la détention indirecte d'actions. Les premiers chiffres sur les montants des transactions quotidiennes le confirment. En revanche, il est difficile de concevoir a priori l'impact que l'introduction des ETF pourrait avoir sur la compétitivité des places de cotation. En effet, les ETF participent d'un mouvement global en faveur de la gestion passive, et apparaissent simultanément ou presque sur les principales places boursières. En outre, les indices sous-jacents sont souvent multinationaux, et non rattachés à une place donnée.

Définition et caractéristiques

Juridiquement et fiscalement, un ETF est considéré comme un OPCVM. En conséquence, il prend la forme d'un FCP (émis par une société de gestion) ou d'une SICAV.

Il est comparable sur de nombreux points aux OPCVM indiciels. Il a des frais de gestion faibles. Il n'a pas d'échéance. Il distribue une à deux fois par an un dividende correspondant à une partie des dividendes nets détachés durant la période, l'autre partie étant généralement retenue pour couvrir les frais de gestion. Un ETF peut être éligible au PEA (plan d'épargne en actions), à condition d'être de droit français et de respecter un certain pourcentage d'actions sous-jacentes éligibles.

En revanche, il se distingue des OPCVM indiciels puisqu'il est directement négociable en bourse. Il peut ainsi être négocié tout au long de la séance, alors qu'un fonds indiciel s'achète et se vend à sa valeur liquidative du lendemain. Il fait l'objet d'une cotation en continu tandis que le prix de rachat/souscription des OPCVM indiciels est calculé une seule fois par jour. Enfin, un ETF est éligible au système de règlement différé (SRD) ce qui offre la possibilité d'en acheter à crédit jusqu'à cinq fois sa mise initiale.

2. Un produit de la nouvelle architecture du réseau mondial de places financières

L'introduction des ETF en Europe, courant 2000, paraît assez tardive. Introduits en 1993 aux États-Unis, ils y ont indéniablement été la « *success story* » financière des années quatre-vingt-dix. En Europe, la cotation d'ETF suivant pour la plupart des indices multinationaux est symptomatique du caractère toujours plus global des activités des places financières et des nouvelles modalités de compétition qui en découlent, fondées davantage sur les accords entre places que sur la différenciation concurrentielle au nom de considérations nationales.

Ainsi, les indices les plus suivis par les ETF européens sont les *Dow Jones Stoxx 50* et *Euro Stoxx 50*. Ils retracent respectivement les évolutions des 50 plus grosses capitalisations flottantes de l'Union Européenne et de la zone Euro. Les LDRS (*Listed diversified return securities*) qui suivent ces deux indices ont été cotés dès 2000 sur les places de Francfort puis Zurich, avant d'être introduits à Paris et Amsterdam en janvier 2001. C'est donc à double titre que ces ETF ne peuvent être considérés comme des éléments de différenciation concurrentielle d'une place boursière donnée.

En outre, le 7 février 2001 *Euronext* a signé un protocole d'accord avec son homologue américain Amex (*American Stock Exchange*) pour la création d'une société commune destinée à offrir aux investisseurs européens la possibilité de négocier les ETF actuellement disponibles sur l'Amex et à leurs homologues américains la faculté de négocier les ETF cotés sur *Euronext*. La société commune devrait voir le jour dans le courant du deuxième trimestre 2001. *Euronext* devient ainsi le partenaire européen exclusif d'un réseau mondial créé par Amex sur le marché des ETF, au côté de la Bourse de Singapour, maillon asiatique de cette nouvelle plate-forme internationale.

La dimension mondiale du marché des ETF amène naturellement à présenter les principaux exemples étrangers avant de s'arrêter sur l'offre de produits d'*Euronext*.

2.1. Les exemples étrangers

Les États-Unis

Historiquement, le premier ETF, le TIPs 35 (*Toronto Index Participation Fund*), a été lancé au Canada en 1989. Aux États-Unis, les ETF sont apparus en 1993. La capitalisation boursière a été multipliée par plus de quatre entre fin 1998 et fin 2000, passant de 15,6 milliards à 71 milliards de dollars. À fin 2000, le nombre d'ETF cotés était supérieur à 90. Les principaux sont ceux qui suivent :

- les SPDRs (*Standard & Poors Depositary Receipts*) ou « spiders » répliquent la performance du S&P500 composite index. Ils sont apparus en janvier 1993. Ils versent un dividende tous les trimestres et ont des frais de gestion de 0,1%. Leur encours s'élevait à 25,4 milliards de dollars en février 2001. Ils sont devenus l'un des titres les plus liquides sur l'AMEX (*American Stock Exchange*) ;
- les Diamonds répliquent la performance de l'indice DJIA (*Dow Jones Industrial Average*). Ils ont été lancés en janvier 1998 et avaient un encours de 2,1 milliards en février 2001 ;
- les QQQs ou « Cubes » répliquent la performance du Nasdaq 100. Ils sont apparus en mars 1999 et sont devenus la valeur la plus traitée sur l'AMEX avec un volume quotidien moyen échangé de 2,1 milliards de dollars fin 2000 pour un encours de 23,5 milliards en février 2001.

Europe hors France et Pays-Bas

Allemagne

Les premiers ETF cotés sur une Bourse européenne l'ont été à Francfort le 11 avril 2000. Il s'agit de deux LDRS, l'Euro Stoxx 50 Leaders répliquant la performance de l'indice EURO STOXX 50 et le Stoxx 50 Leaders répliquant la performance de l'indice STOXX 50. L'encours de ces deux fonds était respectivement de 340 millions et 110 millions d'euros en décembre 2000. Depuis le 3 janvier 2001, un nouvel ETF répliquant la performance du Xetra DAX 30 est coté.

La Bourse de Francfort a créé un compartiment dédié à la négociation des ETF : le XTF.

Angleterre

Depuis le 28 avril 2000, le « iFTSE100s » émis par *Barclays Global Investors* est négociable à la Bourse de Londres. Il réplique la performance de l'indice Footsie 100. En octobre 2000, un nouveau fonds répliquant la performance de l'indice *Footsie TMT* des principales valeurs TMT britanniques a été lancé.

La Bourse de Londres a créé un compartiment dédié à la négociation des ETF : l'*Extramark*.

Suisse

Depuis septembre 2000, deux LDRS sont négociables sur la Bourse de Zurich, l'Euro Stoxx 50 Leaders et le Stoxx 50 Leaders.

2.2. Les huit premiers ETF cotés sur Euronext

Les premiers ETF ont été les Stoxx 50 LDRS, les Euro Stoxx 50 LDRS et les *Master Share* CAC 40. Initialement, afin d'assurer la liquidité des ETF récemment introduits, *Euronext* a imposé l'existence d'un seul ETF par indice pendant une durée d'un an. Cinq autres ETF ont complété l'offre au cours du premier semestre 2001 : *EasyETF Euro Stoxx 50*, *EasyETF Global Titans 50*, *EasyETF Stoxx 50 Europe*, *Dow Jones Master Unit* et *Master DJ Euro Stoxx 50*.

On note que la précaution initiale ne tient donc plus pour les ETF suivant les indices Stoxx 50 et Euro Stoxx 50, signe de la liquidité et du succès grandissant de ces titres.

2.2.1. Les LDRS ou « Leaders » (Listed diversified return securities)

Il existe deux LDRS sur la place d'*Euronext*, l'Euro Stoxx 50 LDRS et le Stoxx 50 LDRS, qui répliquent respectivement les performances des indices EURO STOXX 50 et STOXX 50. Ils ont un même émetteur de droit irlandais, l'*European Exchange Traded Fund Company* (EETFC) filiale de la Banque *Merrill Lynch*. L'agrément de la COB date du 9 janvier 2001 et la cotation a lieu à Paris et Amsterdam depuis le 15 janvier 2001. Ils font l'objet de frais de gestion ne pouvant dépasser 0,5% de l'actif net et imputés quotidiennement sur ce dernier. La distribution des dividendes est semestrielle. Les LDRS disposent de trois teneurs de marché.

2.2.2. Le Master Share CAC40

Le *Master Share CAC40* est un fond commun de placement émis par la société de gestion *Lyxor International Asset Management*, filiale à 100% de la Société Générale. Il a pour objet de répliquer la performance de l'indice boursier CAC40 et a été agréé par la COB le 1 décembre 2000. Sa nature de FCP coordonné offre la possibilité de le faire coter sur d'autres places européennes que celle de Paris.

Il est coté depuis le 22 janvier 2001. Sa valeur liquidative est de l'ordre du centième de la valeur de l'indice CAC40, sur laquelle sont imputés les frais de gestion s'élevant à 0,3%. Cet ETF dispose de huit teneurs de marché et est éligible au PEA. Le dividende est annuel.

Après neuf séances de cotation, le *Master Share CAC40* était devenu la 37^{ème} valeur la plus échangée de la Bourse de Paris avec un volume moyen quotidien de transaction de 50 millions d'euros.

2.3. Mécanisme de fonctionnement

2.3.1. Le marché primaire (souscriptions et rachats)

La valeur liquidative d'un ETF est de l'ordre du centième de la valeur de l'indice ou du panier d'actions sur lequel il est indexé. Par exemple, pour un ETF indexé sur l'indice CAC 40, la valeur liquidative de l'ETF sera proche des 60 euros lorsque le CAC40 s'établit à 6000 points. La valeur liquidative est actualisée en continu tout au long de la séance de cotation.

Le mécanisme de création ordinaire des actions ETF sur le marché primaire est le suivant. Les souscripteurs livrent physiquement le panier d'actions composant l'indice de référence, auquel s'ajoute une somme d'argent représentant les avances de dividendes attribuables aux parts du

fonds, ainsi que tout montant résultant de l'arrondissement du nombre de titres à livrer. La notice d'information du *Master Share CAC40* autorise les souscriptions réglées entièrement en numéraire. Les opérations de rachat fonctionnent sur le même schéma. Les souscriptions et rachats d'ETF sont théoriquement ouverts à tous les intervenants, mais, dans la pratique, seuls les intermédiaires agréés les réalisent auprès du fonds par blocs de 50 000 parts.

2.3.2. Le marché secondaire

Calcul du prix de marché d'un ETF

Le prix de marché et la valeur liquidative d'une part d'ETF peuvent différer du fait du rapport entre l'offre et la demande. Lorsqu'un décalage de plus ou moins 1,5% se produit entre la cotation et la dernière valeur liquidative actualisée en cours de séance, le cours de bourse de l'ETF est réservé à la hausse ou à la baisse. Dans la pratique, toute différence entre prix du marché et valeur liquidative du fonds devrait disparaître rapidement par arbitrage entre marché primaire et secondaire. Les ETF sont cotés en continu de 9 h 05 à 17 h 40.

Les intervenants

Le marché secondaire est accessible à tous les intervenants. Euronext impose au moins deux teneurs de marché (*market makers*). En cas de forte demande, qui risquerait de provoquer une forte hausse du titre supérieure à celle de l'indice sous-jacent, les teneurs de marché peuvent à tout moment demander l'émission de nouvelles parts. La procédure inverse est également possible en cas de forte baisse du titre.

3. Les actions reflet : un instrument financier de la nouvelle économie ?

Utilisée par le groupe Alcatel pour mettre en valeur une partie très spécifique de son activité, celle de la division Optronics, cette technique de financement est jusqu'à présent unique en France. Si elle ne constitue cependant pas à proprement parler une innovation financière, puisqu'elle a été introduite aux États Unis il y a plus de quinze ans, elle suscite actuellement un certain intérêt en France.

Cet instrument vise à refléter l'activité et la performance économique d'activités très spécifiques à l'intérieur d'un groupe, sans que le contrôle de celles-ci soit affecté. Destinées aux groupes qui souhaitent financer des unités en très fort développement, les actions traçantes pourraient ainsi être un instrument financier particulièrement bien adapté pour faire passer des groupes de l'ancienne vers la nouvelle économie. Le succès de ces produits pourrait néanmoins dépendre du dispositif juridique qui encadrera les émissions.

3.1. Définition et caractéristiques des « actions reflet » ou « traçantes »

3.1.1. Une catégorie particulière d'actions...

Les actions reflet sont des titres en capital qui sont amenés à suivre les performances de l'activité et le potentiel d'une branche au sein d'un groupe. Elles ne sont pas un titre en capital de l'activité tracée elle-même.

En tant qu'actionnaire du groupe, le porteur de ce type de titres bénéficie d'un droit sur l'ensemble des actifs du groupe, et non sur les seuls actifs de l'activité tracée, ce qui lui assure une plus grande sécurité en termes de placement.

Le porteur dispose donc des mêmes droits que ceux attachés aux actions ordinaires d'un groupe, notamment en termes de droits de vote, à la différence qu'il bénéficie d'un dividende « précipitaire » indexé sur les bénéfices dégagés de la division « tracée ».

Il peut donc profiter à la fois des perspectives de plus-values de l'activité tracée et de la sécurité apportée par la détention de titres d'un groupe disposant généralement d'une surface financière plus large et d'une assise reconnue.

3.1.2. ...créées pour mettre en valeur une activité spécifique

L'intérêt du produit réside notamment dans le fait qu'il permet « d'extérioriser » la valeur d'une activité d'un groupe tout en évitant une scission ou une mise sur le marché. L'introduction en bourse de l'activité tracée présente l'avantage de la simplicité, et l'émission d'actions au niveau du groupe permet de maintenir le contrôle de l'activité tracée en évitant sa filialisation.

Une opération de ce type permet également de maintenir les synergies entre différentes entités ou branches d'un même groupe, alors même que le financement du développement de cette activité nécessiterait d'importantes augmentations de capital.

3.1.3. ...et lancées aux États Unis dans des secteurs souvent liés à la nouvelle économie

Pratiquée dès 1984 aux États Unis, l'émission de *tracking stocks* a concerné au total une quinzaine d'émetteurs, mais elle a connu un regain d'intérêt ces dernières années (12 émissions ont été réalisées en 1999). Le volume des titres émis est resté modeste puisqu'il représente en mars 2000 environ 350 milliards de dollars, soit 2% de la capitalisation boursière cumulée du *NYSE* et du *Nasdaq*.

Ces titres bénéficient néanmoins d'un intérêt médiatique certain et quelques grands groupes ont pu ainsi attirer l'attention du marché sur une de leurs activités. Les émissions de *tracking stocks* ont été effectuées dans un premier temps par des émetteurs « traditionnels » (*General Motors* a été le précurseur) mais elles ont été adaptées à des activités relevant davantage des sociétés de la nouvelle économie (*AT&T* a récemment émis 10 milliards de dollars pour financer son activité de téléphonie « sans fil »).

En outre, les *tracking stocks* bénéficient aux États Unis d'une grande flexibilité juridique. L'émetteur peut en effet modifier la répartition des droits de vote des porteurs de ces titres : ces

droits peuvent être identiques ou pas à ceux des détenteurs d'actions ordinaires ou donner lieu à des ajustements périodiques en fonction, par exemple, du cours des titres.

Au total, d'après les études réalisées¹, ces émissions ont connu un succès limité, notamment parce que la mise en valeur de l'activité tracée n'a pu être démontrée.

3.2. Caractéristiques des actions traçantes émises par Alcatel

3.2.1. L'émission a porté sur une faible partie du capital d'Alcatel mais a nécessité la définition précise de l'activité tracée et une clarification des relations des flux financiers intra groupe

L'émission d'actions O a pour but de mieux refléter la performance économique de la « division Optronics » qui représente environ 1,2% du chiffre d'affaires et 5% du résultat opérationnel du groupe Alcatel. Les titres ont été émis conjointement sur la place de Paris sur le nouveau marché et sur celle de New York, sur le NASDAQ, sous la forme d'ADS — *American Depositary Shares* — Cette opération représente néanmoins une part assez faible du capital (16 millions d'actions traçantes, contre 1,2 milliards de titres).

L'amélioration de la connaissance par le marché devrait également se traduire par une meilleure valorisation de l'activité de cette division qui présente actuellement un ratio capitalisation boursière/chiffre d'affaires très inférieur aux entreprises cotées ayant une activité comparable.

Pour réaliser cette opération, la division Optronics, qui regroupe les unités spécialisées dans l'opto-électronique (les réseaux de télécommunications optiques), est séparée – sans être filialisée — du reste des activités d'Alcatel, comme si elle constituait une société distincte. Elle se compose de plusieurs entités : la société Alcatel Optronics, SA de droit français, sa filiale Fibers, société de droit canadien, et la société Alcatel Optronics Inc., société américaine relevant du droit de l'État du Delaware.

Bien que comptablement distincte, la division Optronics n'est pas une entité juridiquement autonome. Ainsi, des états financiers appelés « combinés » sont désormais établis et certifiés par des commissaires aux comptes.

Par ailleurs, à l'inverse d'une introduction des titres de la filiale, Alcatel a pu mettre sur le marché 100% de l'activité tracée sans en perdre le contrôle. À cet égard, les actions reflet peuvent être considérées comme une « arme » anti-OPA, puisque leurs détenteurs ne peuvent pas prendre le contrôle de cette activité tracée.

3.2.2. Les spécificités des actions O font de ce titre une catégorie à part

Les détenteurs d'actions « O » ne possèdent pas le capital de la division Optronics mais simplement un intérêt « dédié », correspondant à la fraction de l'intérêt économique effectivement mise en bourse de la division considérée. Les porteurs d'actions O détiennent par ailleurs les mêmes droits de vote que les autres actionnaires d'Alcatel, mais ne possèdent aucun droit sur les actifs de la division Optronics.

¹ Rapport de la COB sur l'introduction en France d'actions traçantes, groupe dirigé par R.Barbier de la Serre, juillet 2000.

Ce « dividende » a été fixé à 10% du bénéfice net de la division Optronics. Il est par ailleurs plafonné à 150% du dividende versé aux détenteurs d'actions ordinaires que les porteurs d'actions O ne touchent évidemment pas.

Au total, après un incontestable succès lors des premiers jours de cotation sans doute lié à un effet « de curiosité », le cours des actions O ne s'est pas écarté sensiblement de celui des actions ordinaires. Après quelques semaines de cotation, « l'extériorisation » de la valeur de la division Optronics reste donc encore à confirmer. Par ailleurs, les volumes de transactions, après avoir été proches de ceux des actions A lors de l'introduction, sont revenus à un niveau sensiblement plus bas après seulement quelques jours de cotation (cf. les 2 graphiques en annexe).

3.3. Quelques conséquences de l'introduction des actions traçantes

3.3.1. Les facteurs de risque attachés à ces produits financiers

Un produit financier innovant mais complexe

Différents atouts ont été mis en évidence au moment de l'émission des actions reflat d'Alcatel :

Tout d'abord, le maintien de l'activité tracée au sein d'un groupe présente certainement un avantage en matière de financement pour cette activité, puisqu'elle continue de bénéficier de la notation de l'émetteur, ce qui lui procure un avantage par rapport aux entreprises « autonomes ».

De plus, les actions reflat permettent au groupe de conserver le bénéfice du régime de l'intégration fiscale. Il s'agit d'un atout important notamment lorsque l'activité tracée présente les caractéristiques d'une entreprise de la nouvelle économie : déficits courants souvent importants mais chiffre d'affaires en progression rapide.

Enfin, dans des secteurs très pointus ou en forte expansion, l'attribution de stock-options pour intéresser les équipes dirigeantes affectées à cette activité peut constituer une incitation appréciable pour des collaborateurs-clés d'un groupe. En effet, les options de souscription sur actions reflat semblent relativement plus attractives que celles sur les actions ordinaires, compte tenu des perspectives de valorisation.

Néanmoins, l'introduction d'une classe à part d'actions n'est pas sans créer certaines difficultés. L'émetteur doit veiller à identifier avec précision l'activité extériorisée, ce qui nécessite de modifier clairement ses statuts. L'émission d'actions traçantes suppose donc que soient exactement définis en plus du périmètre de l'activité tracée, les flux financiers et comptables entre chaque activité.

Ainsi, la mise en place de comptes « combinés » de même que les allocations d'actifs entre l'activité tracée et les autres activités peuvent compliquer la répartition des ressources à l'intérieur d'un groupe. Elles sont susceptibles de rendre la gestion financière d'un groupe plus complexe, notamment en accordant un avantage à une catégorie d'actionnaire plutôt qu'à une autre.

En outre, du point de vue de l'investisseur, tout événement affectant le groupe dans son ensemble ou une des filiales peut avoir un impact sur le cours des actions reflat. Il lui est donc nécessaire d'étudier avec attention à la fois les comptes de l'entité tracée et ceux de l'ensemble du groupe et de des filiales.

Ainsi, les actions traçantes peuvent être considérées par le marché comme des produits financiers complexes si l'activité tracée comme les flux financiers intra groupes ne sont pas correctement identifiés : cela peut entraîner alors un surcoût tant pour les investisseurs que pour les émetteurs.

Un développement de conflits d'intérêt entre actionnaires par une remise en cause du principe d'égalité des actionnaires ?

L'émission d'actions traçantes conduit à l'existence d'actionnaires de catégories différentes qui ne disposent pas des mêmes droits. Elles peuvent donc, théoriquement, engendrer des conflits d'intérêts entre actionnaires.

La gestion financière des groupes peut donc être entravée du fait de ces contraintes juridiques, elles-mêmes nées de l'émission de titres en capital qui ne revêtent pas les mêmes caractéristiques en termes de droits de vote et de participations aux bénéfices (actions à dividendes prioritaires, certificats d'investissements, titres participatifs).

Ainsi, l'affectation de ressources à une activité tracée ou aux filiales qui font l'objet d'actions tracées doit éviter de se traduire par un avantage donné à une catégorie d'actionnaires. Néanmoins l'expérience des tracking stocks aux États-Unis montre que si les risques de conflits ne doivent pas être sous-estimés, l'émission d'actions reflète n'en a jusqu'à présent pas engendré de notables.

3.3.2. Un avantage concurrentiel pour la place de Paris ?

Les actions traçantes constituent une innovation financière intéressante de nature à diversifier les instruments proposés par la place de Paris aux investisseurs.

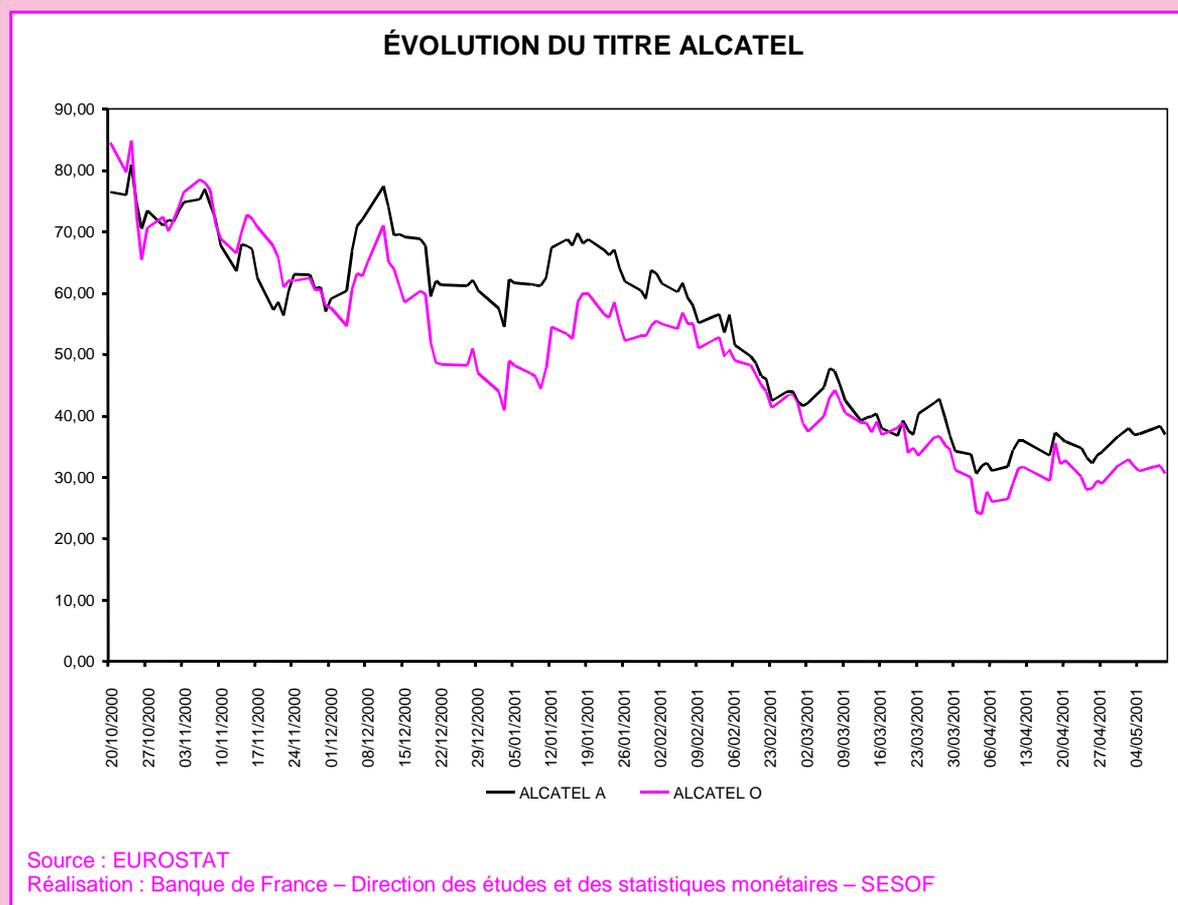
Pour réussir, ce type d'émission doit s'entourer d'un nombre important de garanties et d'une très grande transparence dans la communication financière en direction des investisseurs potentiels. Leur sophistication nécessite en effet une information très précise tant sur les caractéristiques de l'action, la protection des porteurs que sur l'activité tracée.

Aussi, le dividende spécifique versé aux porteurs de actions traçantes doit-il représenter les résultats de l'activité tracée, pour faire bénéficier, à due proportion, les remontées de numéraire de l'activité tracée au sein du groupe.

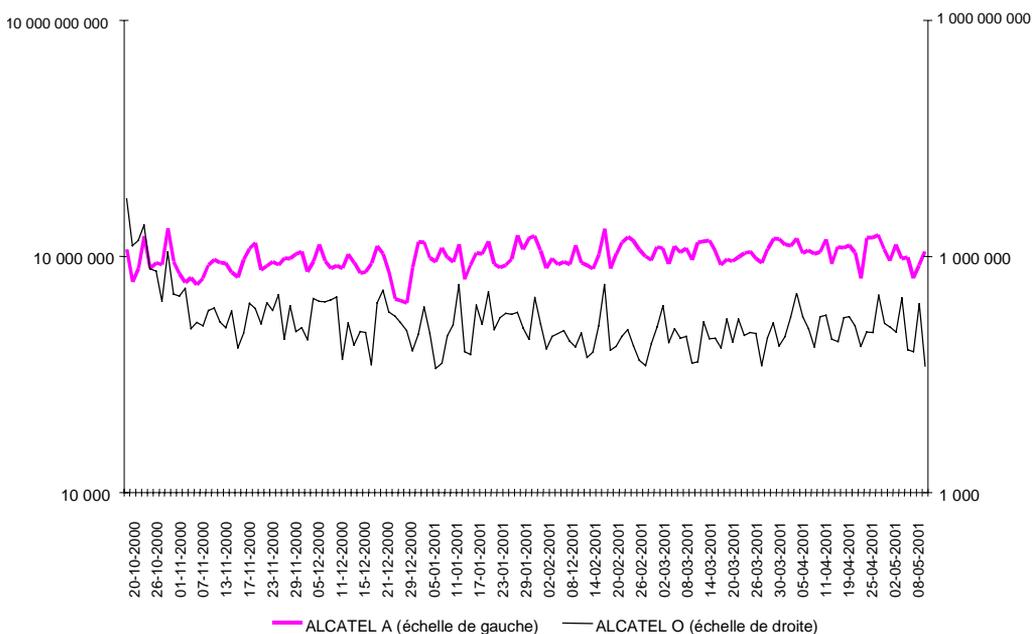
Cette nouvelle classe d'actions doit également faire l'objet d'une présentation détaillée au même titre qu'une introduction en bourse, afin de permettre à l'investisseur d'avoir pleinement conscience qu'il achète un titre dont la valorisation est fonction des perspectives de rentabilité d'une activité au capital de laquelle il n'aura pas accès.

Dans le même ordre d'idées, il appartient aux émetteurs d'informer leurs actionnaires des risques et des évolutions concernant l'ensemble des activités du groupe : il importe donc que les transferts entre activités soient clairement identifiables et qu'ils fassent l'objet d'un contrôle périodique, par exemple, par des commissaires aux comptes. Un rapport spécial pourrait ainsi être rédigé par ces derniers et soumis pour approbation à l'assemblée générale.

Cet ensemble de précautions est nécessaire pour éviter de porter atteinte au principe d'égalité des actionnaires et permettre ainsi de prévenir la gestion des conflits d'intérêts entre catégories d'actionnaires.



COMPARAISON DES VOLUMES DE TRANSACTIONS SUR LES TITRES ALCATEL A ET O



Source : EUROSTAT

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Patrick BRANTHOMME – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales
 Dominique MARCHAL – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 3.k.

BILAN DES PEA

Institué pour susciter, grâce à des incitations fiscales, le développement d'une épargne des ménages durablement investie en actions, le plan d'épargne en actions (PEA) bancaire a trouvé sa place face aux produits concurrents, PEP et assurance vie. À fin 2000, l'encours des titres placés sous dossier PEA (99,5 milliards d'euros placés sur 6,5 millions de plans) dépassait largement celui des PEP bancaires (60,5 milliards d'euros), créés en 1990 et parvenus à leur maturité fiscale en 1998, et représentait environ 17% des placements en assurance vie, formule plus ancienne disposant d'avantages spécifiques.

Huit ans après sa création, le résultat du PEA bancaire confirme son succès. Il a séduit dès l'origine les ménages qui disposaient déjà d'un portefeuille actions tout en attirant progressivement une nouvelle clientèle à laquelle les intermédiaires ont, notamment, su proposer une large gamme d'OPCVM éligibles au PEA bancaire. Par ailleurs, compte tenu des revenus encaissés et de la valorisation boursière des titres détenus, les épargnants qui ont ouvert un PEA bancaire dès 1992 et l'ont conservé jusqu'en 2000 se sont constitués en moyenne un capital équivalent au double de leurs versements. Il ressort de la présente enquête que la possibilité ouverte aux 1,3 millions de détenteurs de PEA bancaires de plus de huit ans d'effectuer des retraits sous un régime fiscal favorable est restée à fin 2000 peu utilisée.

1. Principales caractéristiques des PEA bancaires arrivés à maturité à fin 2000

DÉCOMPOSITION DES PLACEMENTS DANS LES PEA BANCAIRES (CLÔTURÉS OU NON) AYANT DÉPASSÉ UNE DURÉE DE 8 ANS AU 31 DÉCEMBRE 2000						
<i>(par tranches de montants)</i>						
Tranches de montants	Nombre de PEA (en %)	Structure des encours en pourcentage				PEA moyen (milliers d'euros)
		Titres d'OPCVM (1)	Actions (2)	Liquidités (3)	Total (1)+(2)+(3)	
Moins de 4 573 euros	29	2	1	4	2	2
De 4 574 à 11 434 euros	18	5	3	6	5	8
De 11 435 à 22 867 euros	16	11	6	7	8	17
De 22 868 à 34 301 euros	10	11	5	7	8	29
De 34 302 à 45 736 euros	6	10	5	6	7	40
De 45 737 à 91 469 euros	12	27	20	19	24	68
De 91 470 à 152 449 euros	5	17	19	20	18	114
Plus de 152 449 euros	4	17	40	32	28	206
Total	100	100	100	100	100	

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et statistiques monétaires – SEVAM

1.1. Un poids important

Près de 20% des PEA bancaires ouverts à fin 2000, soit environ 1 300 000 plans, l'étaient depuis huit ans ou plus. Sur les 2,2 millions de PEA ouverts à fin décembre 1992 correspondant à un encours de 9,1 milliards d'euros, environ 900 000 plans ont donc été clôturés avant la durée de huit ans.

L'encours des titres logés dans des PEA arrivés à échéance, soit 40 milliards d'euros, représentait, au 31 décembre 2000, 40% du total des valeurs mobilières placées sous PEA.

1.2. La part des actions détenues en direct est plus importante dans les tranches de montant élevées

Dans les PEA bancaires de plus de huit ans les encours de titres d'OPCVM sont légèrement supérieurs à ceux d'actions françaises cotées : 54% pour les premiers, contre 46% pour les seconds au 31 décembre 2000. Toutefois, la détention directe d'actions devient prépondérante (67%) dans la tranche de montant la plus élevée (supérieure à 152 449 euros).

1.3. Une concentration des encours sur les PEA de montant élevé

Au 31 décembre 2000, les PEA bancaires de plus de huit ans, d'un montant supérieur à 45 737 euros, rassemblent environ 20% du nombre de PEA et près de 70% des encours de titres, soit respectivement 80% et 60% des encours d'actions et de titres d'OPCVM.

1.4. Des caractéristiques différenciées selon l'établissement dépositaire

L'encours moyen des PEA bancaires arrivés à échéance à fin 2000 était d'environ 31 600 euros contre 15 433 euros pour l'ensemble des PEA bancaires selon la dernière enquête¹. Il varie fortement selon les types d'établissements dépositaires² : 45 700 euros dans les trois grandes banques³ et 26 000 euros dans les autres établissements⁴.

À fin 2000, 63% des PEA bancaires arrivés à échéance sont d'un montant inférieur à 22 867 euros. Par types d'établissements dépositaires, on observe que les banques d'affaires gèrent surtout des plans de montants élevés ; la clientèle des trois plus grandes banques se répartit de manière égale de part et d'autre du seuil de 22 867 euros ; les autres établissements sont plutôt spécialisés dans la gestion des plans de montants relativement moins élevés.

RÉPARTITION DU NOMBRE DE PEA BANCAIRES DE PLUS DE 8 ANS PAR TRANCHE DE MONTANT SELON LES ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES AU 31 DÉCEMBRE 2000		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Moins de 22 867 euros (3 premières tranches)	Plus de 22 867 euros (5 dernières tranches)
Banques d'affaires	18	82
Trois grandes banques	50	50
Autres établissements	68	32

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et statistiques monétaires – SEVAM

La composition des plans reflète notamment, outre la différence de montant, la diversité des comportements de placements de la clientèle, qui n'est pas sans lien avec le choix de l'établissement dépositaire.

1 Cf. le Bulletin de la Banque de France n° 86 – Février 2001 – « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2000 ».

2 Les résultats concernant les banques d'affaires ne sont pas significatifs.

3 BNP-Paribas, Crédit lyonnais et Société générale.

4 Caisses d'épargne, Natexis Banques populaires, Crédit du Nord, la Poste, CIC, Crédit agricole, Crédit mutuel de Bretagne.

PARTS RESPECTIVES DES ACTIONS ET DES TITRES D'OPCVM DANS LES PEA BANCAIRES DE PLUS DE 8 ANS PAR ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES AU 31 DÉCEMBRE 2000			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Actions	Titres d'OPCVM	Total
Banques d'affaires	75	25	100
Trois grandes banques	50	50	100
Autres établissements	43	57	100

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et statistiques monétaires – SEVAM

Au total, le PEA bancaire a reçu dès 1992 un accueil favorable des différentes catégories de clientèle. La forte dispersion observée dans les montants et la composition des PEA ouverts cette année-là montre que la clientèle des premiers souscripteurs n'était pas uniquement issue d'une population aisée, habituée de la Bourse, cherchant avant tout à optimiser la gestion de la composante actions de son portefeuille de valeurs mobilières mais également de ménages plus modestes trouvant là une occasion de s'initier à la diversification de ses placements.

2. Les détenteurs de PEA arrivés à maturité ont doublé leur épargne et restent fidèles au produit

2.1. Un doublement de l'épargne investie

À fin 2000, les PEA de plus de huit ans avaient reçu près de 20 milliards d'euros de versements, dont plus de 80% ont été déposés sur 30% des plans.

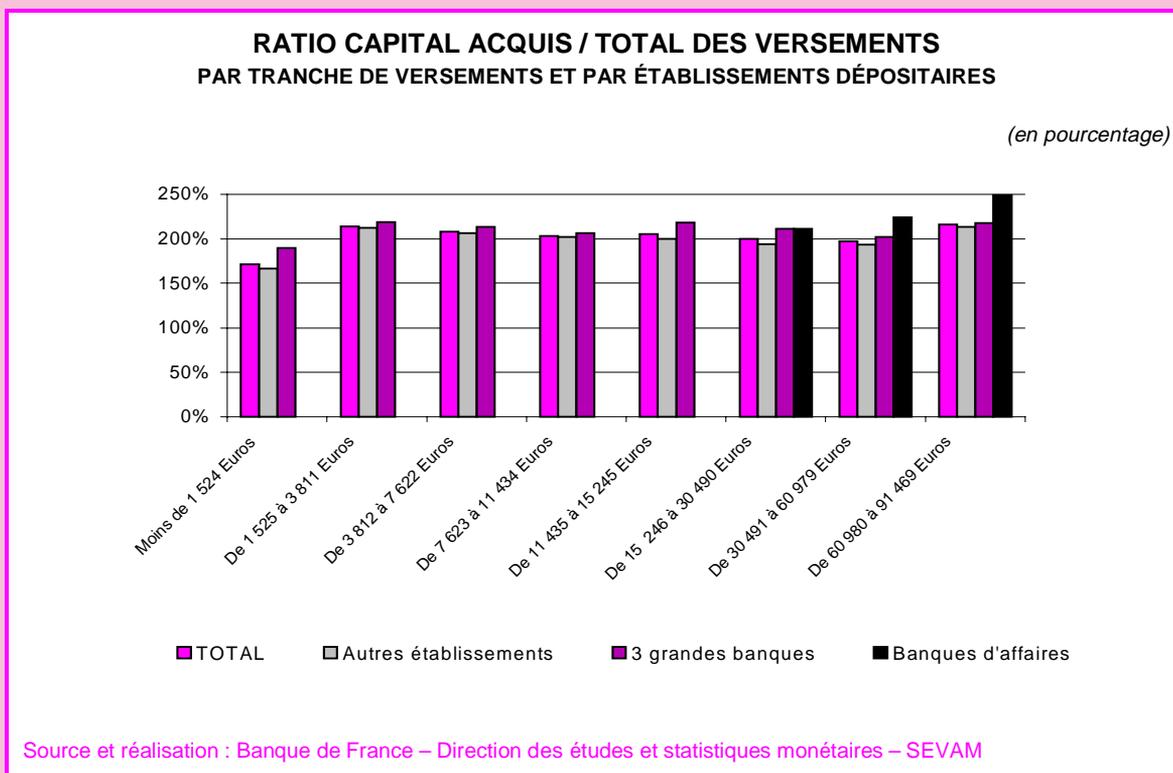
Compte tenu des revenus encaissés et de la valorisation boursière des titres détenus, le montant capitalisé à fin 2000 sur les PEA de plus de huit ans représentait environ le double de la somme des montants versés.

Le coefficient de valorisation (montant capitalisé/somme des versements) est minimal (171%) pour les PEA situés dans la tranche de versements la plus basse (moins de 1 524 euros). Les performances des autres tranches sont moins différenciées, elles culminent néanmoins dans la tranche des versements les plus élevés (supérieurs à 60 980 euros) avec une valeur du coefficient de valorisation qui atteint globalement 216% et s'élève à 249% pour les PEA ouverts auprès d'une banque d'affaires⁵.

Toutes proportions gardées, les ménages qui disposaient d'un capital important ont donc mieux tiré parti du dispositif que les petits épargnants, notamment s'ils ont effectué l'essentiel de leurs versements en tout début de période, bénéficiant ainsi des fortes hausses des cours de bourse observées de 1996 à 1999.

À l'inverse, les épargnants qui auront réparti également leurs versements au cours des huit ans, ou concentrés sur la fin, auront des coefficients de valorisation moins élevés.

⁵ Pour les banques d'affaires, les résultats ne sont pas significatifs pour les cinq premières tranches.



2.2. Des sorties très limitées

La loi de juillet 1992 instituant le PEA a prévu que tout retrait de sommes ou de valeurs intervenant avant l'expiration d'une période de huit ans entraînait la clôture du plan, l'exonération fiscale des produits étant pour sa part acquise à l'issue de la cinquième année.

À l'échéance, soit huit ans après l'ouverture du PEA, le titulaire peut procéder à des retraits partiels tout en conservant le plan et le bénéfice des exonérations qui y sont attachées. Toutefois, aucun versement n'est plus possible dès lors qu'est intervenu un retrait.

L'enquête montre que la possibilité offerte aux titulaires de plans de plus de huit ans d'effectuer des retraits partiels a été peu utilisée : environ 2% des PEA de plus de huit ans pour un montant de 342 millions d'euros. À titre de comparaison, on peut noter que 3% des PEA de plus de huit ans ont été fermés entre le 15 septembre et le 31 décembre 2000, pour un montant de retraits de 638 millions d'euros.

C'est dire que la très grande majorité des 1 300 000 plans qui ont dépassé huit ans d'existence ont été conservés et que les titulaires gardent, s'ils n'effectuent aucun retrait, la possibilité de les alimenter jusqu'à la limite des 600 000 francs. La marge dont ils disposent est grande puisque 4% seulement des souscripteurs initiaux avaient atteint le plafond autorisé à la fin de l'année 2000.

Champ couvert par l'enquête anniversaire PEA bancaire

Les établissements dépositaires ayant participé à l'enquête anniversaire PEA, représentent 90% du nombre total de PEA et 85% des encours de titres placés sous dossier PEA à fin décembre 2000.

En ce qui concerne les PEA bancaires de plus de huit ans d'âge, les parts relatives des trois grandes banques et des autres établissements s'élèvent respectivement à 27% et à 73% pour le nombre de PEA bancaires et à 40% et à 60% pour les encours de titres.

Les réponses des banques d'affaires représentent moins de 1% des deux variables collectées (nombre de PEA bancaires de plus de huit ans d'âge et encours de titres associés).

Marie-Christine BERGÉ – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

Fiche thématique

n° 3.1.

L'AGENCE FRANCE TRÉSOR

Créée le 8 février 2001, l'Agence France Trésor, placée sous l'autorité du Directeur du Trésor, a la charge de la gestion de l'ensemble de la trésorerie et de la dette de l'État. Sa mise en place s'inscrit dans le cadre plus large d'une modernisation des opérations financières de l'État.

1. Missions et organisation

1.1. Missions

Elles s'intègrent dans une refonte du cadre opérationnel et décisionnel de la gestion de la dette publique.

- promouvoir une gestion plus active de la trésorerie et de la dette de l'État, par l'utilisation d'instruments financiers plus sophistiqués comme les swaps de taux d'intérêt, mettre en place une stratégie de long terme pour la gestion de la dette publique. À cet effet, deux organes de conseil, établis auprès de Directeur du Trésor, ont été créés en 1999. Le Comité stratégique, présidé par M. Jacques de Larosière, rassemblant des personnalités issues du monde universitaire, financier et industriel. Le Comité de marché, regroupant des responsables de marché de dette de certains spécialistes en valeurs du Trésor (SVT). L'Agence France Trésor doit développer les outils nécessaires à une gestion de long terme de la dette publique ;
- renforcer la transparence, d'une part en améliorant la communication, en temps réel, en direction des acteurs du marché, d'autre part en donnant au Parlement une meilleure visibilité sur la gestion financière de l'État : rapport au Parlement, annexé au PLF, audit contractuel annuel sur la gestion de la dette, publication d'un cahier des procédures de l'Agence et d'un code de déontologie.

1.2. Organisation de l'Agence France Trésor

Administrativement, elle se présente comme un service de la Direction du Trésor (ses dépenses s'imputent sur le budget de la Direction du Trésor). Elle compte à sa création en février 2001, 21 personnes, ses effectifs devant être portés à 28 personnes à la fin de 2001. L'Agence peut également faire appel à des consultants extérieurs, issus des marchés.

Sous l'autorité d'un Directeur général et d'un Directeur général adjoint, elle s'organise en six services : opérations de marché, gestion de la trésorerie, modèle stratégique, contrôle des risques et opérations postmarché, études macroéconomiques et financières, et communication.

Son budget devrait atteindre 30 millions de francs, dont les deux tiers seraient affectés aux activités d'information des marchés et de communication.

2. Activités de l'Agence France Trésor

2.1. La gestion de trésorerie

Sous l'objectif qu'à tout moment, et en toutes circonstances, l'État soit en mesure de faire face à ses obligations financières, la trésorerie de l'État et de l'ensemble de ses correspondants (collectivités locales et établissements publics) est retracée sur un compte unique à la Banque de France, qui, conformément aux dispositions du Traité de Maastricht, ne peut jamais se situer en découvert.

L'Agence France Trésor doit dans ce cadre être en mesure de prévoir les flux de trésorerie, de gérer les écarts entre encaissements et décaissements. Elle peut emprunter pour couvrir les besoins de financement de court terme ou placer les excédents ponctuels.

Cinq instruments financiers sont à la disposition de l'Agence pour permettre une gestion active de la trésorerie : les BTF, émis pour une durée comprise entre trois mois et un an (en complément des adjudications annoncées lors du calendrier trimestriel, émissions de BTF pour des durées de 4 à 7 semaines en fonction des besoins de trésorerie), les prises et mises en pension de titres d'État, les prêts et les emprunts sur le marché interbancaire, les prêts et les emprunts auprès d'États européens, et enfin les rachats de titres avant leur remboursement.

En 2000, 600 milliards d'euros d'excédents ponctuels ont été placés sur le marché interbancaire, pour des durées de 1 à 3 jours.

2.2. La gestion de la dette

Le Parlement vote le déficit de l'exercice et autorise le gouvernement à emprunter pour le couvrir. Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie fixe le programme annuel d'emprunt. Le Directeur du Trésor est responsable de la gestion de la dette, mais c'est l'Agence qui en assure la gestion opérationnelle.

Le souci d'offrir une liquidité maximale au marché est l'une des priorités de la gestion de la dette publique. Celle-ci est déjà substantielle, avec 18 lignes de plus de 15 milliards d'euros et 32 lignes de plus de 10 milliards d'euros. Afin d'assurer une présence plus complète sur l'ensemble de la courbe des taux, une OAT à 15 ans (échéance octobre 2016) a été lancée en 2001. L'exigence

de liquidité est également assurée par la régularité des émissions (deux nouvelles lignes d'OAT de référence 10 ans par an), et également par le doublement en 2001, tout comme en 2000, de la fréquence d'émission des BTAN 5 ans.

Mais l'objectif premier assigné à l'Agence demeure naturellement de gérer la dette au meilleur coût. Dans ce cadre, elle poursuivra son action sur le marché secondaire, au travers d'une politique de rachat sur les parties courtes et longues de la courbe (10 milliards d'euros de rachat en 2000, essentiellement par adjudication à l'envers). Elle interviendra par ailleurs, sur les marchés dérivés, par l'utilisation des swaps de taux d'intérêt.

3. Les projets de l'Agence

3.1. Création d'un modèle macrofinancier

Il doit permettre de proposer au ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie une stratégie optimale d'émission à long terme, permettant de minimiser le coût de la dette ainsi que sa volatilité. Il se construit, entre autres, à partir de relations dégagées entre le rythme de croissance de l'économie, l'inflation et l'évolution des taux à court terme et à long terme.

Sur le marché primaire, les projections issues de ce modèle permettraient d'optimiser les émissions entre titres courts et longs. Sur le marché dérivé, il permettra de proposer une stratégie de swaps de taux.

3.2. L'analyse et le contrôle des risques

L'Agence est chargée de l'enregistrement et du suivi, jusqu'à leur dénouement, des opérations de gestion de dette et de trésorerie. Elle est également responsable du contrôle des risques associés aux opérations financières :

- s'agissant du risque de taux, elle devra déterminer le cadre précis d'utilisation des produits dérivés et mettre en place un suivi du portefeuille avant et après les opérations de gestion active ;
- s'agissant du risque de contrepartie, elle doit établir les conventions de marché, mettre en place des appels de marge quotidiens, fixer les limites internes de négociation d'opérations et négocier les lignes de crédit.

Dans le cadre de la gestion des risques, une refonte du « *reporting* » sera menée, fondée sur l'adoption des principes de comptabilité bancaire, afin d'aboutir à une information plus proche des pratiques de place.

La réalisation d'un audit annuel des comptes par un cabinet spécialisé concourra également à une approche transparente des risques pesant sur les opérations financières publiques.

3.3. Les études économiques et financières

Au sein de l'Agence est situé un pôle d'études en charge de l'analyse de l'environnement macrofinancier et de ses implications sur les conditions de taux. Participant aux débats internes de l'ensemble de l'administration économique, il sera en situation de fournir aux acteurs du marché

les informations dont il a besoin, et suivra précisément le jugement porté sur la qualité de l'émetteur « France ».

3.4. La communication

Elle doit contribuer à l'attractivité du marché français de la dette publique. Trois documents à parution régulière (bulletin mensuel, bilan annuel et rapport d'activité), publiés dans quatre langues, seront diffusés à 13 000 abonnés actifs.

L'Agence s'est d'ores et déjà dotée des moyens de communiquer en temps réel grâce à son site Web.

Gilles MOËC – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

4.

LE BOUCLAGE DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ET L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 4.a. Le rôle des valeurs technologiques dans l'évolution des marchés actions en Europe et aux États-Unis
- 4.b. Le rôle de l'euro sur les marchés internationaux de capitaux
- 4.c. Les évolutions des « *spreads* » de refinancement sur la zone euro entre mai 1999 et décembre 2000
- 4.d. L'évolution des parts de marché des banques françaises en matière de crédit international
- 4.e. L'Internet et la banque : quelles conséquences en termes de concurrence et de surveillance prudentielle
- 4.f. Le démarchage bancaire et financier
- 4.g. La mesure de la contribution de l'intermédiation financière au PIB
- 4.h. L'évolution de l'intermédiation et du rôle des marchés
- 4.i. Paris europlace



Introduction : la formation des taux d'intérêt

Dans un contexte d'accroissement des tensions inflationnistes au sein de la zone euro, sous la triple influence de l'accroissement de la reprise de l'activité, de la hausse du cours du pétrole et de la dépréciation du taux de change effectif de l'euro, la BCE a été amenée à relever ses conditions de refinancement en plusieurs étapes depuis novembre 1999. Son principal taux directeur a ainsi été porté de 3% à 4,75%.

Les taux de marché

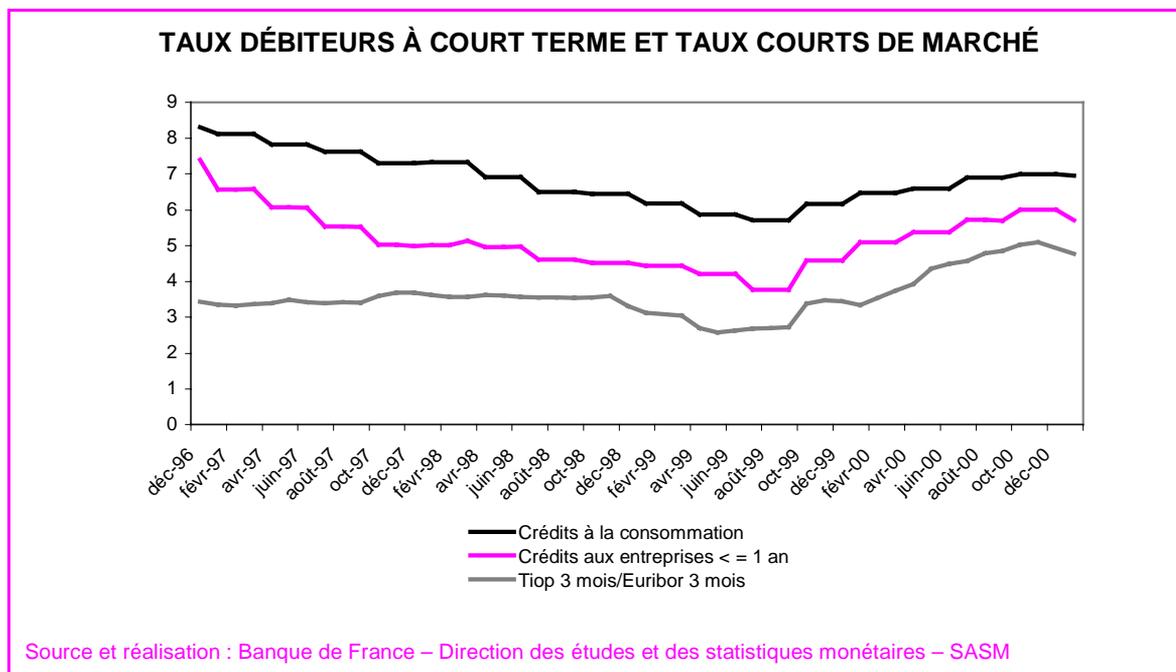
S'agissant des taux à court terme, les relèvements successifs des taux directeurs, au demeurant anticipés par les marchés, ont provoqué une hausse globale des taux interbancaires. Cependant, à partir d'octobre, les anticipations de poursuite du mouvement de hausse de taux se sont progressivement retournées, en raison du ralentissement de l'activité américaine.

La courbe des taux à long terme s'est d'abord aplatie de janvier à août, sous l'effet de la hausse des taux courts et de la stabilité des rendements sur le secteur long, conséquence de la crédibilité de la politique monétaire européenne. À partir du mois de septembre, le ralentissement économique aux États-Unis et les anticipations de détente de la politique monétaire américaine ont provoqué une baisse des taux sur le segment court et une détente des taux longs.

Les taux d'intérêt bancaires

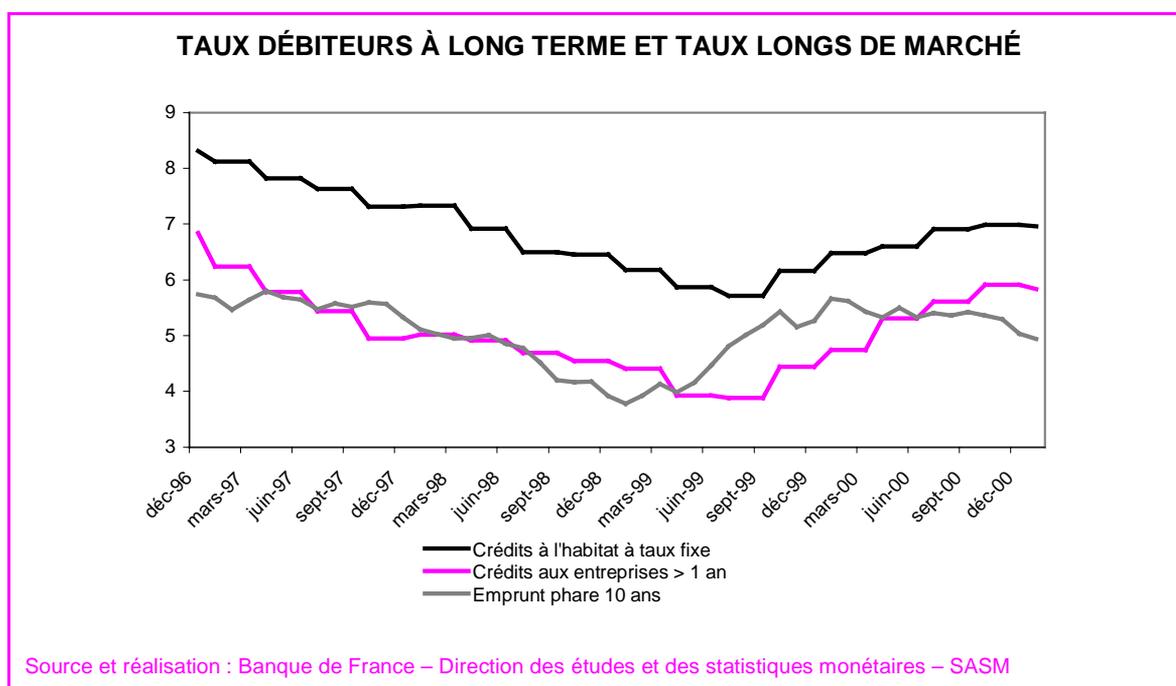
Les banques ont répercuté la plupart des diverses hausses des taux courts de marché intervenues jusqu'au mois de novembre, généralement avec retard.

Les taux d'intérêts des crédits à la consommation ont suivi moins étroitement les variations de l'Euribor 3 mois. Leur variation a été moins forte que celle des taux des crédits aux entreprises. En début d'année 2001, les banques ne semblent par ailleurs pas avoir encore répercuté la baisse de l'Euribor intervenue en toute fin d'année, ni sur les taux d'intérêts des crédits à la consommation, ni sur ceux des crédits aux entreprises.



Les variations du taux à long terme de marché ont peu influencé les taux débiteurs à long terme, tant en ce qui concerne les crédits à l'habitat à taux fixe que les crédits aux entreprises à plus d'un an. Les taux débiteurs appliqués par les établissements de crédit se sont en effet globalement accrus au cours de l'année 2000 (de 6,5% à 7% pour les crédits à l'habitat et de 4,7% à 5,9% pour ceux à plus d'un an accordés aux entreprises), tandis que les taux longs de marché ont plutôt suivi une tendance baissière.

Cette absence de répercussion a pu traduire un comportement de reconstitution des marges bancaires, dans un environnement caractérisé par un léger fléchissement du rythme d'accroissement des crédits et après une période marquée par une érosion importante de ces marges.



Une hausse des taux réglementés est intervenue le 1^{er} juillet 2000. Le taux des livrets A, bleus, des CODEVI et des comptes épargne logement est passé de 2,25% à 3% et le taux du livret d'épargne populaire de 4,0% à 4,25%.

Cette hausse s'inscrit dans un environnement caractérisé par une accélération de l'inflation et un accroissement des taux de marché.

Les taux de rémunération bruts et nets des principaux placements monétaires et financiers sont résumés dans le tableau ci-après.

PRINCIPAUX TAUX DE RÉMUNERATION DES PLACEMENTS FINANCIERS				
	Décembre 1999		Décembre 2000	
	Brut	Après application des dispositions fiscales et sociales (1)	Brut	Après application des dispositions fiscales et sociales (1)
TAUX RÉGLEMENTÉS				
Livrets A et livrets bleus (2)	2,25	2,25 (11)	3	3 (11)
Livrets d'épargne populaire	4	4 (11)	4,25	4,25 (11)
Codevi	2,25	2,25 (11)	3	3 (11)
Bons du Trésor à intérêts progressifs (4)				
Épargne-logement (5)				
<i>Comptes (6)</i>	1,5	1,35	2	1,8
<i>Plans (7)</i>	3,6	3,24	4,5	4,05
TAUX DÉTERMINÉS PAR LE MARCHÉ				
Livrets soumis à l'impôt (3)	2,05	1,24	2,78	2,09
Livrets jeunes (3)	3,18	3,18 (11)	4,07	4,07 (11)
Dépôts et bons de caisse à un mois (8)	3,62	2,72/1,09 (12)	5,13	3,85/1,54 (12)
Dépôts et bons de caisse à trois mois (9)	3,55	2,66/1,07 (12)	5,12	3,84/1,54 (12)
Bons du Trésor à 13 semaines (10)	3,08	2,31	4,88	3,66
Taux de rendement des emprunts d'État à long terme (13)	5,34	5,34/4.01	5,14	5,14/3,86

(1) Sauf indication contraire, les taux sont calculés après prélèvement optionnel de 15% et après prélèvements sociaux de 10% (7,5% de CSG, 0,5% de CRDS et 2% de CNAF et de CNAVTS).

(2) Plafond de dépôt autorisé : 100 000 francs depuis le 1^{er} novembre 1991 pour les livrets A et depuis le 15 décembre de la même année pour les livrets bleus (personnes physiques) ; 500 000 francs depuis le 1^{er} août 1999 pour les livrets d'épargne populaire ; 300 000 depuis le 1^{er} octobre 1994 pour les Codevi et 10 000 depuis le 3 mai 1996 pour les livrets jeunes.

(3) Placements librement rémunérés depuis le 16 juin 1998. Le taux indiqué est une moyenne pondérée des conditions offertes par les principaux établissements de la Place.

(4) Bons émis au pair (taux actuariel). Arrêt des émissions au 1^{er} janvier 1999.

(5) En ce qui concerne les plans d'épargne logement, les intérêts comprennent, dans la limite de 10 000 francs par plan, une prime versée par l'État. Dans le cas des comptes d'épargne – logement, cette prime n'est accordée que lors de l'obtention d'un prêt. Les produits d'épargne logement ne supportent que les prélèvements sociaux.

(6) Taux d'intérêt auquel est ajouté, lors de l'obtention d'un prêt immobilier, une prime versée par l'État égale à la moitié des intérêts acquis.

(7) Taux de rendement actuariel (prime incluse) maximum.

(8) Taux du marché monétaire à un mois (moyenne mensuelle), avec capitalisation mensuelle des intérêts.

(9) Taux du marché monétaire à trois mois (moyenne mensuelle), avec capitalisation mensuelle des intérêts.

(10) Taux moyen pondéré des adjudications du mois, capitalisation mensuelle des intérêts.

(11) Exonérés d'impôt.

(12) Premier taux : prélèvement libératoire optionnel ; deuxième taux : prélèvement libératoire d'office de 60% auquel s'ajoutent 10% de prélèvements fiscaux.

(13) Déclaration fiscale en franchise d'impôts ou prélèvement libératoire.

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM



4.1. Les circuits de financement de l'économie

4.1.1. Les comptes financiers de la Nation ¹

Nouvelle accélération du crédit au secteur privé

En 2000, les crédits à l'économie ont connu une sensible accélération (+ 7% après + 5,3%). Une telle progression n'avait pas été observée depuis une dizaine d'années. Elle s'explique entièrement par l'accroissement des crédits au secteur privé (+ 8% contre 6,9% en 1999), alors que les autres secteurs ont très faiblement recouru à l'endettement bancaire.

Les crédits à court terme aux ménages ont augmenté de 20% en 2000, soit deux fois plus qu'en 1999. Les crédits à long terme, principalement à l'habitat, ont légèrement décéléré en liaison avec le ralentissement de l'investissement en logement, en conservant toutefois une évolution dynamique (+ 5,8% après + 7,6%).

Pour faire face à l'accroissement de leurs dépenses d'investissement (+ 8,9% en valeur), les sociétés non financières ont de nouveau augmenté leur recours au crédit. Ceux à long terme ont progressé de + 7,2% après + 7,4% en 1999. En outre, en raison d'une trésorerie un peu plus sollicitée, les crédits à court terme aux entreprises ont très fortement progressé, de 16,1% en 2000 contre 2,1% en 1999.

En 2000, les crédits au secteur public ont enregistré une contraction moindre qu'en 1999. Confirmant la tendance observée ces dernières années, les administrations publiques locales ont continué à se désendetter (1,2 milliard d'euros). En revanche, les structures de défaillance — classées dans le secteur des organismes divers d'administrations centrales — n'ont pas procédé, contrairement à l'année 1999, à des remboursements importants de leur dette bancaire.

Sur le marché obligataire, émissions des secteurs public et privé s'équilibrent désormais...

L'année 2000 s'est caractérisée par une sensible réduction des émissions nettes d'obligations des administrations publiques (22,4 milliards d'euros contre 32,8 en 1999), grâce notamment aux rachats de titres réalisés en fin d'année par l'État. La part de celui-ci dans le total des émissions nettes des agents non financiers résidents a ainsi fortement baissé et représente désormais 53,1% après 61,7% en 1999.

Les montants des capitaux levés sur le marché obligataire en 2000 par les sociétés non financières ont été proches de ceux de 1999 (18,6 milliards d'euros contre 20,7 milliards d'euros). Près de la moitié de ces émissions ont été réalisées par des entreprises du secteur des télécommunications. Par ailleurs, les émissions effectuées par les sociétés foncières nouvellement créées sont venues compenser les flux nets de remboursements des autres établissements de crédit (2,7 milliards d'euros contre - 2,1 milliards en 1999).

Les sociétés d'assurance, qui ont à nouveau bénéficié de souscriptions importantes sous la forme de placements en assurance vie, ont, comme lors des précédentes années, procédé à d'importants achats d'obligations (25,3 milliards d'euros), devançant nettement les OPCVM

¹ Les chiffres concernant le reste du monde sont ceux des comptes provisoires de la nation, établis à fin mars et non ceux de la balance des paiements et de la position extérieure, établis en mai et repris dans le rapport.

— organismes de placements en valeurs mobilières — (16,1 milliards). À l'inverse, les établissements de crédits ont été vendeurs nets (- 10,4 milliards) ainsi que les sociétés non financières (- 8 milliards).

...et ont bénéficié d'une forte demande étrangère engendrant des entrées nettes de capitaux

Les investisseurs non résidents, dans leurs opérations de gestion de portefeuilles, ont procédé à de très importants achats d'obligations : ceux-ci ont plus que doublé (51,3 milliards d'euros après 22 milliards en 1999). Le reste du monde a notamment acheté des montants très élevés d'obligations assimilables du Trésor (OAT), et a ainsi très sensiblement renforcé sa présence dans la détention de la dette publique obligataire française.

Par ailleurs, les investisseurs résidents ont réduit d'environ de moitié leur demande d'obligations étrangères (22,8 milliards d'euros contre 47,3 milliards en 1999). Au total, l'équilibre du marché obligataire s'est traduit, contrairement à la tendance observée au cours des années précédentes, par des entrées nettes de capitaux qui ont atteint 28,5 milliards d'euros (après des sorties nettes de 26,2 milliards en 1999).

Les émissions de billets de trésorerie et de bons du Trésor ont animé le marché des titres de créances négociables

Contrairement à l'année 1999, les institutions financières monétaires ont très peu émis de certificats de dépôts sur le marché monétaire. En revanche, elles ont continué de faire appel aux marchés de titres de créances à moyen terme, principalement sous la forme d'émissions d'*Euro medium term notes* — EMTN — sur les marchés internationaux (15,8 milliards d'euros contre 20,1 milliards).

Dans un contexte marqué par des anticipations de remontée des taux d'intérêt à court terme, les sociétés non financières ont nettement amplifié leurs émissions sur le compartiment des titres à court terme et moyen terme, en augmentant significativement leurs émissions nettes de billets de trésorerie et d'EMTN (+ 23,9 milliards d'euros contre 10,3 milliards en 1999). Ces derniers rencontrent un succès croissant en raison de conditions d'émission plus souples que les autres instruments de dettes, comme les obligations. L'année 2000 a été également marquée par la forte contribution du secteur des télécommunications à la progression de l'encours des billets de trésorerie.

En outre, l'État est redevenu émetteur net de bons du Trésor alors qu'il avait enregistré une diminution de son encours de bons du Trésor en 1999. Certes, les bons à moyen terme négociables — BTAN — ont fait l'objet d'amortissements supérieurs aux émissions brutes. En revanche, l'État a émis 9,3 milliards d'euros de bons du Trésor à taux fixe, compensant la perte du financement monétaire lié à l'arrêt progressif de la centralisation des comptes chèques postaux.

L'accroissement des souscriptions d'OPCVM monétaires (36,6 milliards d'euros après 19 milliards), a trouvé sa contrepartie dans d'importants achats de titres de créances négociables (22,9 milliards) et de parts d'OPCVM monétaires (9,2 milliards). Les compagnies d'assurance sont désormais d'importants acheteurs d'OPCVM monétaires (12,8 milliards).

Par ailleurs, les non-résidents ont réduit leurs achats de titres du marché monétaire, (39,3 milliards d'euros contre 39,6 milliards), mais ont continué à se porter acquéreurs de bons du Trésor, principalement à court terme, pour un montant total d'environ 15 milliards d'euros. Dans une moindre mesure, les établissements de crédit et surtout les sociétés non financières ont continué d'acheter des titres de créances négociables (respectivement 1,7 milliard et 30,9 milliards).

Niveau exceptionnellement élevé des opérations sur les actions réalisées avec les non-résidents par les SNF

En dépit d'un contexte marqué par une légère baisse d'une fin d'année à l'autre des indices boursiers, les émissions d'actions des résidents — dont environ 87% ont été réalisées par des sociétés non financières — ont connu une très forte progression (+ 68,2%).

Celle-ci provient, notamment, d'une nouvelle intensification des opérations de fusions et acquisitions transfrontières, réalisées entre des groupes français et des entreprises étrangères. Le financement de ces opérations de très grande envergure (France Télécom/Orange, Vivendi-Seagram, Cap Gemini/Ernst-Young...) a pris des modalités souvent complexes, notamment sous la forme d'échanges de titres, induisant des flux de transactions sur actions avec les non-résidents pour des montants exceptionnellement élevés : les achats d'actions étrangères par des entreprises françaises se sont élevés à 178 milliards d'euros (93,6 milliards d'euros en 1999). Ces opérations ont été réalisées à hauteur des deux tiers dans la zone euro. À l'inverse, les non-résidents ont acheté 84,6 milliards d'euros d'actions françaises. Le solde de ces prises de participation se traduit par des investissements nets d'entreprises françaises à l'étranger de 92 milliards d'euros, soit 6,6% du PIB.

Les investisseurs résidents ont sensiblement renforcé leur portefeuille d'actions

Les OPCVM non monétaires, qui connaissent des flux nets de souscription en très forte progression (82,7 milliards d'euros après 48,6 milliards en 1999, soit + 70%), ont réalisé d'importants achats d'actions cotées françaises (16,2 milliards d'euros après 3,5 milliards) et étrangères (15,9 milliards d'euros après 23,5 milliards).

Le succès confirmé des contrats d'assurance « multisupports » proposés par les sociétés d'assurance vie, investis en plusieurs « unités de compte » (SICAV, FCP...) s'est traduit par un accroissement des achats d'actions (10,3 milliards d'euros après 0,9 milliards) et d'OPCVM non monétaires (25,3 milliards après 22,2 milliards). Au total, les achats d'obligations ne représentent désormais qu'un peu plus du tiers des acquisitions d'actifs financiers des sociétés d'assurance.

Enfin, la conjugaison du développement des possibilités de placement en bourse et d'un marché encore haussier au premier trimestre a pu inciter les ménages à acheter des actions. Ils ont ensuite, dans un contexte baissier et plus incertain, allégé leur portefeuille. Au total, sur l'ensemble de l'année, les ménages sont restés légèrement acheteurs d'actions, à hauteur de 4,4 milliards d'euros.

Ménages : ralentissement des placements bancaires, dégagement sur l'épargne contractuelle et nouveau succès de l'assurance vie

Le ralentissement des dépôts à vue (+ 8,8 milliards d'euros après + 11,5 milliards en 1999) provient d'un accroissement du coût d'opportunité de détention de ces dépôts (remontée de l'inflation et des taux d'intérêt à court terme, relèvement de la rémunération de certains livrets d'épargne).

Les comptes sur livrets n'ont profité que tardivement de la hausse de la rémunération, au 1^{er} juillet 2000, des placements administrés. Seuls, les livrets d'épargne populaire ont continué de progresser, moins rapidement toutefois qu'en 1999 (+ 3 milliards d'euros contre + 4,9 milliards).

En revanche, les dépôts à terme, qui ont bénéficié tout au long de l'année d'une augmentation de leur rendement, ont vu leurs encours s'accroître (+ 5,5 milliards d'euros après une décollecte nette de 4,3 milliards en 1999).

Les dépôts d'épargne contractuelle ont connu des dégagements nets en raison des retraits observés sur les PEP bancaires : ceux-ci ont enregistré un fort recul de leur encours, en raison de l'arrivée à échéance des contrats ouverts au début des années quatre-vingt-dix et de transferts vers d'autres produits présentant une fiscalité plus avantageuse (PEP assurance notamment) ou des rendements supérieurs. Par ailleurs, en dépit du relèvement de leur rémunération qui est passée à 4% avant prélèvements sociaux le 1^{er} juillet, les PEL n'ont pas été jugés attractifs.

Enfin, l'assurance vie a connu un nouveau succès, avec des flux de souscriptions de 69 milliards d'euros après 58,7 milliards en 1999. Cet engouement tient à une fiscalité plus avantageuse ainsi qu'à l'extension des supports proposés — contrats investis en obligations ou dans différentes « unité de comptes » (Sicav, FCP...). Le développement de ces derniers a assuré près des deux tiers des ouvertures de contrats en 2000. Au total, l'assurance vie a représenté près de 80% du flux d'épargne financière des ménages.

Réallocations au sein du portefeuille de titres : vers une épargne plus risquée

Dans la continuité du mouvement engagé depuis environ la mi-1999, les OPCVM monétaires ont connu un nouvel accroissement des souscriptions, sous l'effet conjugué d'un meilleur rendement et de mesures fiscales plus favorables. Les ménages et les sociétés non financières se sont portés acquéreurs d'OPCVM monétaires (respectivement 1,7 milliard et 4 milliards d'euros).

Les ménages ont également procédé à d'importants achats d'OPCVM non monétaires (12,2 milliards d'euros), principalement des OPCVM actions et diversifiés, en délaissant ceux qui comportent une forte composante obligataire.

En définitive, au cours de l'année, les ménages semblent avoir eu une gestion relativement active de leur portefeuille de titres en réalisant des réallocations assez marquées : ils ont été vendeurs tout au long de l'année de produits obligataires, et, tout en opérant une certaine diversification de leurs placements, ils se sont davantage portés vers des produits un peu plus risqués, comme les actions détenues en direct.

**COMPTE FINANCIER PROVISOIRE 2000 :
FLUX NETS D'ACQUISITION D'ACTIFS FINANCIERS**

(en millions d'euros)

	S11 Sociétés non financières	S12 Sociétés financières	S13 Adminis- trations publiques	S14 Ménages	S15 Insti- t. sans but lucratif	S20 Reste du monde	Total
F1 Or monétaire et DTS (1)		85					85
F2 Numéraire et dépôts	18 987	- 6 334	2 810	3 660	- 24	33 560	52 659
F21 Billets et pièces	85	213		- 407			- 109
F22 Dépôts transférables	13 558	12 688	5 304	8 849		3 876	44 275
F29 Autres dépôts	5 344	- 20 188	- 2 494	- 4 782	- 24	29 200	7 056
F291 Placements à vue	- 370			800	- 24		406
F292 Placements à échéance	5 714	950	- 2 494	5 518			9 688
F293 Épargne contractuelle				- 11 100			- 11 100
F295 Refinancement entre institutions financières		- 12 135				- 20 176	- 32 311
F296 Comptes de correspondants financiers		- 7 131				48 721	41 590
F28 Intérêts courus non échus sur dépôts		953				484	1 437
F3 Titres hors actions	22 914	200 843	5 314	- 2 628	- 659	200 998	426 782
F331 Titres de créances négociables et assimilés à court et moyen terme	30 792	25 126	1 798	6 929		39 318	103 963
F332 Obligations (y compris ICNE) et assimilés	- 8 068	31 011	3 480	- 9 722	- 659	51 298	67 340
F 34 Produits dérivés	- 379	143 712				110 083	253 416
F38 Intérêts courus non échus sur TCN	569	994	36	165		299	2 063
F4 Crédits	12 764	84 794	- 1 115	- 2 555		32 509	126 397
F41 Crédits à court terme	5 624	26 270	1 149	- 726		27 999	60 316
F411 Crédits à court terme des IF aux ANF		28 862					28 862
F419 Autres prêts à court terme	5 624	- 2 592	1 149	- 726		27 999	31 454
F42 Crédits à long terme	7 140	56 367	- 2 264	- 1 829		4 510	63 924
F421 Crédits à long terme des IF aux ANF		49 309				185	49 494
F422 Crédits à long terme entre IF		7 058				1 074	8 132
F429 Autres prêts à long terme	7 140		- 2 264	- 1 829		3 251	6 298
F48 Intérêts courus non échus sur les crédits		2 157					2 157
F5 Actions et titres d'OPCVM	146 773	173 065	624	22 051	2 001	86 284	430 798
F51 Actions et autres participations	129 343	90 051	- 536	4 436	251	84 626	308 171
F511 Actions cotées	110 649	53 376	- 1 591	6 249	251	57 382	226 316
F512 Actions non cotées	15 863	33 506	1 390	- 5 578		27 244	72 425
F513 Autres participations	2 831	3 169	- 335	3 765			9 430
F52 Titres d'OPCVM.	17 430	83 014	1 160	17 615	1 750	1 658	122 627
F521 Titres d'OPCVM. monétaires	4 001	28 938	457	1 692	1 262	284	36 634
F522 Titres d'OPCVM. généraux	14 239	50 427	703	12 155	482	1 374	79 380
F523 Titres de fonds d'investissement divers	- 810	3 649		3 768	6		6 613
F6 Provisions techniques d'assurance	1 401	38	69	77 237	7	343	79 095
F61 Droits nets des ménages, assurance vie et fonds de pension				69026			69026
F62 Réserves primes et sinistres	1 401	38	69	8 211	7	343	10 069
F7 Autres comptes à recevoir ou à payer	47 460	48 478	- 230	11 728	24	- 225	107 235
F71 Crédits commerciaux et avances	43 873		- 158	11 033		- 1 207	53 541
F79 Autres comptes (décalages comptables)	3 587	48 478	- 72	695	24	982	53 694
F98 Total des opérations	250 299	500 969	7 472	109 493	1 349	353 469	1 223 051

(1) Les flux d'or monétaires ou de Droits de tirages spéciaux (DTS) enregistrés ici correspondent aux échanges entre Banques centrales nationales de ces actifs. Ce sont donc, par construction des opérations enregistrées entre la Banque centrale nationale et le reste du monde. La monétisation/démonétisation de l'or ou l'allocation/annulation de DTS donnent lieu à des « flux d'autres changements de volumes d'actifs ou de passifs financiers ».

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

**COMPTE FINANCIER PROVISOIRE 2000 :
FLUX NETS D'ENGAGEMENTS CONTRACTÉS**

(en millions d'euros)

	S11 Sociétés non financières	S12 Sociétés financières	S13 Adminis- trations publiques	S14 Ménages	S15 Insti- tut. sans but lucratif	S20 Reste du monde	Total
F1 Or monétaire et DTS (1)						85	85
F2 Numéraire et dépôts		74 138	- 7 592			- 13 886	52 660
F21 Billets et pièces		- 193	86			- 2	- 109
F22 Dépôts transférables		46 560	- 7 321			5 036	44 275
F29 Autres dépôts		26 334	- 357			- 18 920	7 057
F291 Placements à vue		430	- 24				406
F292 Placements à échéance		10 020	- 333				9 687
F293 Épargne contractuelle		- 11 100					- 11 100
F295 Refinancement entre institutions financières		- 29 927				- 2 384	- 32 311
F296 Comptes de correspondants financiers		57 427				- 15 836	41 591
F28 Intérêts courus non échus sur dépôts		1 437					1 437
F3 Titres hors actions	42 916	167 423	32 786	- 330		183 983	426 778
F331 Titres de créances négociables et assimilés à court et moyen terme	23 896	15 751	9 961			54 353	103 961
F332 Obligations (y compris ICNE) et assimilés	18 615	3 514	22 449			22 759	67 337
F34 Produits dérivés		147 945	221	- 330		105 580	253 416
F38 Intérêts courus non échus sur TCN	405	213	155			1 291	2 064
F4 Crédits	59 929	7 388	- 3 913	30 899	250	31 841	126 394
F41 Crédits à court terme	33 102	851	604	3 660	125	21 974	60 316
F411 Crédits à court terme des IF aux ANF	19 382	3 290	576	5 489	125		28 862
F419 Autres prêts à court terme	13 720	- 2 439	28	- 1 829		21 974	31 454
F42 Crédits à long terme	25 527	6 537	- 4 363	26 229	125	9 867	63 922
F421 Crédits à long terme des IF aux ANF	26 442	- 320	- 2 355	25 601	125		49 493
F422 Crédits à long terme entre IF		6 987				1 145	8 132
F429 Autres prêts à long terme	- 915	- 130	- 2 008	628		8 722	6 297
F48 Intérêts courus non échus sur les crédits	1 300		- 154	1 010			2 156
F5 Actions et titres d'OPCVM	113 706	135 866				181 230	430 802
F51 Actions et autres participations	113 706	16 490				177 978	308 174
F511 Actions cotées	109 048	- 1 131				118 400	226 317
F512 Actions non cotées	- 926	14 130				59 223	72 427
F513 Autres participations	5 584	3 491				355	9 430
F52 Titres d'OPCVM.		119 376				3 252	122 628
F521 Titres d'OPCVM monétaires		36 635					36 635
F522 Titres d'OPCVM généraux		79 380					79 380
F523 Titres de fonds d'investissement divers		3 361				3 252	6 613
F6 Provisions techniques d'assurance		79 096					79 096
F61 Droits nets des ménages, assurance vie et fonds de pension		69 026					69 026
F62 Réserves primes et sinistres		10 070					10 070
F7 Autres comptes à recevoir ou à payer	65 070	31 122	5 342	3 299	58	2 343	107 234
F71 Crédits commerciaux et avances	54 729		730	- 2 744		825	53 540
F79 Autres comptes (décalages comptables)	10 341	31 122	4 612	6 043	58	1 518	53 694
B9B Solde des opérations sur actifs et passifs financiers	- 31 322	5 939	-19 154	75 625	1 040	- 32 127	
F98 Total des opérations	250 299	500 972	7 469	109 493	1 348	353 469	1 223 050

1) Les flux d'or monétaires ou de Droits de tirages spéciaux (DTS) enregistrés ici correspondent aux échanges entre Banques centrales nationales de ces actifs. Ce sont donc, par construction des opérations enregistrées entre la Banque centrale nationale et le reste du monde. La monétisation/démonétisation de l'or ou l'allocation/annulation de DTS donnent lieu à des « flux d'autres changements de volumes d'actifs ou de passifs financiers ».

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

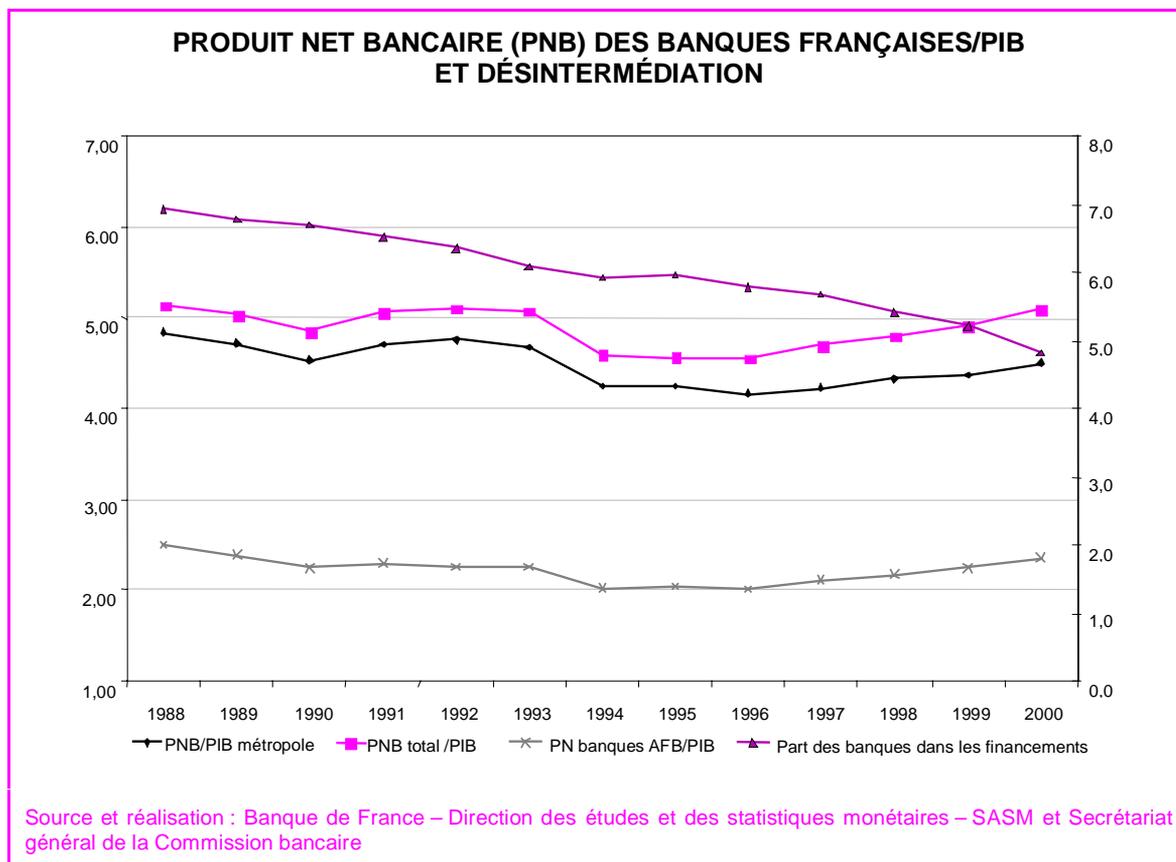
4.1.2. Le taux d'intermédiation financière en 2000

Le taux d'intermédiation mesure la part des financements accordés à l'économie nationale par les intermédiaires financiers résidents. Le calcul de cet indicateur, sur lequel il sera revenu ci-dessous, a été rendu particulièrement délicat par l'innovation financière qui, depuis plus de 20 ans, a transformé les modes de financement de l'économie. Ce contexte fait aussi tout l'intérêt de cette démarche, puisqu'il s'agit d'apprécier la progression réalisée par les financements de marchés et les intermédiaires tels qu'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ou compagnies d'assurance et les conséquences qui en ont résulté pour les intermédiaires traditionnels (banques) (cf. fiche thématique 4.h).

Afin de mieux cerner, dans ce contexte, la notion d'intermédiation, deux types de taux d'intermédiation sont calculés : au sens étroit et au sens large. Le dénominateur est constitué, dans les deux cas, par l'ensemble des financements obtenus par les agents non financiers résidents (ménages, sociétés non financières, administrations publiques) sous forme de dette (crédits, titres émis sur les marchés monétaire et obligataire, obligations émises sur les marchés étrangers...) et actions ou titres assimilés. Le numérateur est égal pour le taux d'intermédiation au sens étroit, au montant des seuls crédits distribués par les intermédiaires financiers résidents — établissements de crédit, OPCVM, sociétés d'assurance... — (constitués en réalité pour la quasi-totalité de crédits distribués par les établissements de crédit) aux agents non financiers résidents. Pour le taux d'intermédiation au sens large, il est égal au montant de l'ensemble des financements consentis par les intermédiaires financiers résidents aux agents non financiers résidents, qu'ils aient pris la forme de crédits, d'acquisition de titres de dette ou de propriété. Chacun de ces taux est calculé à la fois en flux et en encours. Pour ce faire, les encours de titres sont valorisés à leur prix d'émission, pour mesurer les ressources financières qui ont été effectivement mises à disposition des bénéficiaires².

En 2000, les deux taux d'intermédiation fléchissent dans un contexte d'activité économique soutenue et de forte croissance de l'ensemble des financements. La croissance résulte principalement de la réalisation de quelques grosses opérations de financements effectuées par les entreprises du secteur de la communication et des télécommunications sous forme d'émissions d'actions et de fonds obtenus auprès des investisseurs étrangers.

² Voir rapport du CNCT 1998 (pages 354, 362 et 363) pour plus de précisions au sujet de la méthodologie.



4.1.2.1. L'analyse des flux

Le taux d'intermédiation au sens étroit

En 2000, le flux des financements accordés aux agents non financiers résidents s'est élevé à 212,8 milliards d'euros, en nette progression par rapport à 1999 (171,5 milliards d'euros)³. En pourcentage du PIB, il a retrouvé en 2000 (15,6%) les niveaux élevés observés en 1981-1982 et en 1988-1990. Cette augmentation ne provient pas des flux de crédits accordés par les institutions financières résidentes, qui atteignent seulement 61,4 milliards d'euros en 2000 contre 59,6 milliards d'euros en 1999, mais de l'essor des autres formes de financements (151,4 milliards d'euros en 2000 contre 111,9 milliards d'euros en 1999). Dès 1992, la part des flux de crédits dans le PIB est devenue inférieure à celle des autres financements. Toutefois, l'écart en faveur de ces derniers s'est creusé de manière particulièrement nette en 2000 : ils ont atteint 11,1% du PIB, contre 4,5% pour les flux de crédit.

Le dynamisme des autres financements provient des financements internationaux (23,4 milliards d'euros contre 3,2 milliards d'euros en 1999), les entreprises françaises ayant eu largement recours au crédit auprès d'institutions financières étrangères, et des émissions d'actions (64,7 milliards d'euros contre 35,7 milliards d'euros en 1999) dans un contexte de forte valorisation des cours en début d'année⁴. En revanche, la réduction des émissions nettes d'OAT

³ Le chiffre publié l'an dernier a été révisé à partir des chiffres définitifs fournis par les comptes nationaux et la base-titres de la Banque de France.

⁴ Ces émissions n'incluent pas les actions échangées dans le cadre d'opérations de fusion et acquisition réalisées en 2000 entre des groupes français et des entreprises étrangères (Vivendi-Seagram, France Télécom-Orange, Cap Gemini-Ernst & Young).

par le secteur public a pesé sur les flux d'obligations⁵. Au total, le taux d'intermédiation au sens étroit a donc fléchi, passant de 34,8% en 1999 à 28,9% en 2000.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS ÉTROIT								
<i>(flux net en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crédits des institutions								
financières résidentes : A	2,0	-1,1	34,6	-2,2	42,5	15,6	59,6	61,4
Autres financements : B	92,0	113,9	111,9	117,2	93,7	125,5	111,9	151,4
Financements sous forme de dettes	58,8	74,8	72,6	72,1	43,2	68,9	76,1	86,7
<i>Financements sur le marché monétaire</i>	7,4	21,8	20,6	16,4	17,9	15,8	9,5	9,8
<i>Financements sur le marché obligataire</i>	50,6	35,5	50,0	49,5	22,7	44,9	56,2	43,5
<i>Crédits et obligations internationaux (1)</i>	1,4	3,8	-0,5	4,1	-3,9	6,1	3,2	23,4
<i>Ressources non négociables de l'État</i>	-0,6	13,7	2,5	2,1	6,5	2,1	7,2	10,0
Actions et assimilées	33,2	39,1	39,3	45,1	50,5	56,6	35,7	64,7
Total des financements (A + B = C)	94,0	112,8	146,5	115,0	136,2	141,1	171,5	212,8
Taux d'intermédiation financière (A/C)	2,1	-1,0	23,6	-1,9	31,2	11,1	34,8	28,9
(1) Donnée provisoire pour 2000.								
Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM								

Le taux d'intermédiation au sens large

Le taux d'intermédiation au sens large, c'est-à-dire la part prise par les intermédiaires financiers résidents dans le financement de l'économie, a également baissé, passant de 54% en 1999 à 35% en 2000. De surcroît, les établissements de crédit ont perdu, depuis 1993, leur position prépondérante au sein des financements accordés par les intermédiaires financiers, rejoints, voire dépassés, par les sociétés d'assurance (1993, 1996) ou les OPCVM (1993). En 2000, les parts respectives des différents intermédiaires financiers dans le flux des financements accordés sont de 17,3% pour les établissements de crédit (contre 35,8% en 1999), 11,3% pour les OPCVM, 7,9% pour les sociétés d'assurance. Depuis 1991, le flux net des crédits a été supplanté, dans le portefeuille des intermédiaires financiers, par celui des obligations (1993, 1994, 1996) ou des titres du marché monétaire (1994, 1996). Depuis 1997, les crédits sont revenus au premier plan, avec une part de 28,9% en 2000, suivis par les actions (14%) qui dépassent pour la première fois les titres de dette, qui diminuent au sein du portefeuille des intermédiaires financiers.

⁵ Voir « Les comptes financiers de la Nation en 2000 » INSEE Première n° 779 – Mai 2001.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS LARGE								
<i>(flux net en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financements intermédiés : A	34,8	76,0	70,7	91,8	97,3	33,1	92,7	74,5
Par catégorie d'instruments								
<i>Crédits</i>	2,0	- 1,1	34,6	- 2,2	42,5	15,6	59,6	61,4
<i>Portefeuille actions</i>	- 0,4	2,3	3,3	4,9	5,3	5,2	- 6,4	30,4
<i>Portefeuille obligations</i>	34,9	46,4	19,6	69,8	37,8	2,8	16,8	- 1,1
<i>Portefeuille titres du marché monétaire</i>	- 1,7	28,4	13,2	19,3	11,7	9,5	22,7	- 16,2
Par catégorie d'institutions financières								
<i>Établissements de crédit</i>	5,1	31,8	64,4	28,3	54,6	15,6	61,3	36,7
<i>Sociétés d'assurance</i>	12,8	27,1	22,2	53,4	47,9	1,1	17,3	16,8
<i>OPCVM</i>	16,9	17,1	- 15,9	10,1	- 5,2	16,4	11,0	23,9
Total des financements : B	94,0	112,8	146,5	115,0	136,2	141,1	171,5	212,8
Taux d'intermédiation au sens large (A/B)	37,0	67,4	48,3	79,8	71,4	23,5	54,0	35,0
Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires								

4.1.2.2. L'analyse des encours

Le taux d'intermédiation au sens étroit

Sur un encours total de financements obtenus par les agents non résidents de 2 544 milliards d'euros à fin 2000 (2 343 milliards d'euros à fin 1999) les crédits distribués par les intermédiaires financiers représentaient 1 100 milliards d'euros (1 045 milliards d'euros en 1999). Le taux d'intermédiation en flux tire vers le bas le taux d'intermédiation en encours, qui passe en 2000 de 44,6% à 43,2%. Cette décline s'inscrit dans la continuité des évolutions de long terme décrites dans les précédents rapports du CNCT ⁶.

Ainsi, dans un contexte de croissance continue des financements par rapport au PIB (ce ratio est passé de 96,9% en 1978 à 186,4% en 2000), la part des crédits a crû moins vite dès les années quatre-vingt puis a décliné entre 1991 et 1998. Celle des autres financements a dépassé celle des crédits à partir de 1996. Au sein de ceux-ci, ce sont les obligations et les titres du marché monétaire qui ont le plus nettement conforté leurs positions, passant respectivement de 10,6% et 20% du PIB en 1991 à 18,6% et 42,5% en 2000. Les actions, qui jusqu'en 1992 occupaient une part équivalente à celle des obligations, ont décliné entre 1992 et 1996, puis évolué parallèlement aux obligations. Les financements internationaux occupent une part modeste (5,3%) qui a récemment progressé.

⁶ Cf. rapports du CNCT pour 1998 et 1999.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS ÉTROIT								
<i>(encours en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crédits des institutions financières résidentes : A	981,1	967,9	989,1	964,6	984,9	1 000,2	1 045,0	1 100,3
Autres financements : B	763,2	843,9	915,7	1 010,9	1 085,3	1 192,3	1 297,7	1 444,0
Financements sous forme de dettes	509,6	575,4	647,9	720,0	763,1	831,4	907,5	994,2
<i>Financements sur le marché monétaire</i>	142,5	164,3	185,0	201,3	219,2	235,0	244,5	254,3
<i>Financements sur le marché obligataire</i>	278,0	313,6	363,5	413,0	435,7	480,0	536,2	579,7
<i>Crédits et obligations internationaux</i>	35,6	39,4	38,9	43,0	39,2	45,3	48,5	71,9
<i>Ressources non négociables du Trésor</i>	53,5	58,0	60,5	62,6	69,1	71,2	78,4	88,4
Actions et assimilées	253,5	268,5	267,7	291,0	322,2	360,8	390,2	449,7
Total des financements (A + B = C)	1 744,2	1 811,9	1 904,8	1 975,6	2 070,2	2 192,5	2 342,7	2 544,3
Taux d'intermédiation financière (A/C)	56,2	53,4	51,9	48,8	47,6	45,6	44,6	43,2

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

Le taux d'intermédiation au sens large

Le taux d'intermédiation au sens large calculé sur les encours s'est établi en 2000 à 68,9% contre 71,9% en 1999, les financements intermédiés s'élevant à 1 752 milliards d'euros (1 684 milliards d'euros en 1999).

La baisse de trois points est due pour 1,4 point aux crédits, mais aussi à la réduction par les institutions financières de leurs portefeuilles d'obligations (- 1,4 point, à 15,8% du total des financements) et de titres du marché monétaire (- 1,3 point, à 7,3%). *A contrario*, la part du portefeuille d'actions, traditionnellement faible, a augmenté de 1,1 point pour atteindre 2,5% du total des financements.

En ce qui concerne les institutions, ce sont essentiellement les établissements de crédits qui sont à l'origine de l'érosion des financements intermédiés en 2000, leur part dans l'ensemble des financements passant de 52,8% à 49,7%. Celle des entreprises d'assurance, après une nette hausse, décroît imperceptiblement depuis 1997 (11,7% en 2000) et celle des OPCVM, qui oscille depuis 1988 autour d'une moyenne de 7,2%, a bénéficié en 2000 de l'engouement pour les actions et a atteint 7,5%.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS LARGE								
<i>(encours en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financements intermédiés : A	1 307,4	1 371,4	1 428,8	1 498,2	1 573,3	1 606,0	1 683,8	1 752,2
Par catégorie d'instruments								
<i>Crédits</i>	981,1	967,9	989,1	964,6	984,9	1 000,2	1 045,0	1 100,3
<i>Portefeuille actions</i>	19,5	21,8	25,1	29,9	35,3	40,4	33,9	64,3
<i>Portefeuille obligations</i>	209,9	256,3	276,0	345,8	383,5	386,3	403,1	402,0
<i>Portefeuille titres du marché monétaire</i>	96,9	125,4	138,6	157,9	169,6	179,0	201,7	185,6
Par catégorie d'institutions financières								
<i>Établissements de crédit</i>	1 062,8	1 082,5	1 133,6	1 139,6	1 172,1	1 187,5	1 237,2	1 264,5
<i>Sociétés d'assurance</i>	111,1	138,3	160,5	213,8	261,7	262,7	279,9	296,8
<i>OPCVM</i>	133,5	150,6	134,7	144,8	139,5	155,9	166,9	190,9
Total des financements : B	1 744,2	1 811,9	1 904,8	1 975,6	2 070,2	2 192,5	2 342,7	2 544,3
Taux d'intermédiation au sens large (A/B)	75,0	75,7	75,0	75,8	76,0	73,3	71,9	68,9

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

4.1.2.3. Le taux d'intermédiation du financement des sociétés

Au sens étroit, le taux d'intermédiation des financements des sociétés est très proche de celui de l'ensemble de l'économie. Au sens large, il a baissé beaucoup plus rapidement et est aujourd'hui nettement plus faible, en encours comme en flux, que celui concernant l'ensemble des agents non financiers résidents. Cette dissymétrie reflète les réformes qui sont intervenues dans le financement de l'État, ce dernier s'étant financé par émission de titres (OAT, bons du Trésor négociables) que les intermédiaires financiers ont largement souscrits. Toutefois, cette tendance s'est inversée en 2000, l'État ayant réduit ses recours aux marchés et les entreprises ayant largement recouru au crédit.

L'analyse en flux

L'analyse en flux fait apparaître une réintermédiation des financements des sociétés, modeste au sens étroit, plus significative au sens large.

Dans un contexte de forte progression des financements consentis aux sociétés non financières en 2000, que souligne l'accroissement de leur rapport à la FBCF des sociétés non financières (140,7% en 2000, contre 107,6% en 1999), le flux des crédits a progressé de 13,8 milliards d'euros. Parallèlement, celui des financements par actions s'est accru de 29 milliards d'euros et celui des financements internationaux de 14,9 milliards d'euros, alors que celui des dettes de marché a décliné de 28,5 milliards d'euros. Les parts atteintes dans le flux de financement aux sociétés se sont établies ainsi à 33,4% pour les crédits (contre 32,7% en 1999), 41,8% pour les financements par actions, 11,7% pour les financements internationaux et 13,3% pour les dettes de marché. La forte valorisation des marchés d'actions en début d'année a incité les entreprises à émettre des titres de propriété pendant que la baisse du coût du crédit à moyen et long termes au-dessous du taux des obligations de deuxième catégorie les a amenées à s'endetter auprès des intermédiaires financiers plutôt que sur les marchés.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS ÉTROIT DES FINANCEMENTS OCTROYÉS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(flux net en milliards d'euros, taux en pourcentage)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crédits des institutions financières résidentes : A	- 18,1	1,1	15,1	- 6,2	12,8	16,5	37,9	51,7
Autres financements : B	36,8	44,5	55,9	59,6	47,8	78,8	78,0	103,4
<i>Financements sous forme de dettes</i>	3,6	5,4	16,6	14,5	- 2,7	22,2	42,2	38,6
<i>Financements sur le marché monétaire</i>	- 2,9	- 0,2	0,1	6,4	- 0,1	7,3	18,3	2,0
<i>Financements sur le marché obligataire</i>	5,1	1,8	17,0	4,0	1,3	8,8	20,7	18,5
<i>Crédits et obligations internationaux</i>	1,4	3,8	- 0,5	4,1	- 3,9	6,1	3,2	18,1
Actions et assimilées	33,2	39,1	39,3	45,1	50,5	56,6	35,7	64,7
Total des financements (A + B = C)	18,7	45,6	71,0	53,4	60,6	95,3	115,9	155,0
Taux d'intermédiation financière (A/C)	- 96,8	2,4	21,3	- 11,6	21,1	17,3	32,7	33,4

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

Au sens large, la part des financements intermédiés au sein des flux de financements aux sociétés a atteint 54,8% après 37,3% en 1999. La part des établissements de crédits dans les flux de financements accordés aux sociétés, y compris concours consentis sous forme de souscription d'actions qui ont augmenté, a légèrement décliné par rapport à 1999 (37,5% contre 41,6%) pendant que celle des OPCVM, notamment actions, et des sociétés d'assurance s'améliorait pour atteindre respectivement 12,8% et 4,5% de l'ensemble des flux de financements accordés aux sociétés.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS LARGE DES FINANCEMENTS OCTROYÉS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES								
<i>(flux net en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financements intermédiés : A	- 13,5	8,3	19,8	9,7	11,1	47,5	43,2	85,0
Par catégorie d'instruments								
<i>Crédits</i>	- 18,1	1,1	15,1	- 6,2	12,8	16,5	37,9	51,7
<i>Portefeuille actions</i>	- 0,4	2,3	3,3	6,6	3,6	5,2	- 6,4	30,4
<i>Portefeuille obligations</i>	7,6	5,2	1,5	- 0,8	- 4,4	21,0	- 0,3	2,1
<i>Portefeuille titres du marché monétaire</i>	- 2,6	- 0,3	- 0,1	10,1	- 0,9	4,8	12,0	0,8
Par catégorie d'institutions financières								
<i>Établissements de crédit</i>	16,9	1,6	18,2	- 2,2	12,4	19,4	48,2	58,1
Sociétés d'assurance	2,5	7,2	4,9	5,1	- 4,7	14,5	- 9,3	7,0
OPCVM	0,9	- 0,5	- 3,3	6,8	3,4	13,6	4,3	19,9
Total des financements : B	18,1	45,6	71,0	53,4	60,6	95,3	115,9	155,0
Taux d'intermédiation au sens large (A/B)	- 72,2	18,2	27,9	18,2	18,3	49,8	37,3	54,8

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

L'analyse en encours

Au sens large comme au sens étroit, les taux d'intermédiation en encours ont fléchi, tirés vers le bas par l'évolution de l'intermédiation en flux.

Au sens étroit, les crédits ont continué à voir leur part se restreindre dans l'ensemble des financements aux sociétés (71,7% en 1978, 43,2% en 2000), concurrencés notamment par les actions (16,1% en 1978, 36,1% en 2000). Les obligations occupent une part constante de 10% environ depuis 1995. Les titres du marché monétaire ont connu un essor entre 1986 et 1989, qui s'est opéré au détriment des financements internationaux, dont une fraction palliait jusque là un besoin qui n'était pas couvert par des ressources internes. Les premiers se sont stabilisés depuis lors autour d'une moyenne de 3,3% et les seconds de 4,4% des financements aux sociétés, avec une inversion exceptionnelle de leur importance relative en 1999. Cette évolution de long terme traduit une lente transformation de la structure de financement des sociétés qui tend à se rapprocher du modèle anglo-saxon.

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS ÉTROIT DES FINANCEMENTS OCTROYÉS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(encours en milliards d'euros, taux en pourcentage)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Crédits des institutions financières résidentes : A	467,5	457,3	460,7	440,2	440,9	457,7	489,0	537,7
Autres financements : B	375,8	396,2	412,1	449,8	478,3	538,6	610,1	708,3
<i>Financements sous forme de dettes</i>	122,3	127,7	144,3	158,8	156,2	177,7	220,2	258,6
<i>Financements sur le marché monétaire</i>	23,3	3,1	23,2	29,6	29,6	36,8	55,2	57,2
<i>Financements sur le marché obligataire</i>	63,4	65,1	82,2	86,2	87,4	95,6	116,3	134,8
<i>Crédits et obligations internationaux</i>	35,6	39,4	38,9	43,0	39,2	45,3	48,5	66,6
Actions et assimilées	253,5	268,5	267,7	291,0	322,2	360,8	390,2	449,7
Total des financements (A + B = C)	843,3	853,5	872,7	890,0	919,2	996,2	1099,1	1246,0
Taux d'intermédiation financière (A/C)	55,4	53,6	52,8	49,5	48,0	45,9	44,5	43,2

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

Au sens large, en dépit de la baisse observée depuis 1978, les intermédiaires financiers restent encore le principal canal de financement des sociétés non financières (59,8% en 2000 contre 60,3% en 1999), notamment *via* les concours apportés sous forme de souscription de titres, dont la place dans l'ensemble des financements intermédiés aux sociétés non financières est passée progressivement de 7,4% en 1978 à 27,9% en 2000. Les parts de marché des différents intermédiaires financiers au sein des financements intermédiés ont évolué au détriment des établissements de crédit (78,9% des financements intermédiés en 2000 contre 94,6% en 1978) et au profit des compagnies d'assurance (8,8% contre 4,2%) et surtout des OPCVM (12,3% contre 1,1%).

TAUX D'INTERMÉDIATION AU SENS LARGE DES FINANCEMENTS ACCORDÉS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES								
<i>(encours en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financements intermédiés : A	579,7	577,1	585,1	578,9	579,6	627,3	663,3	745,3
Par catégorie d'instruments								
<i>Crédits</i>	467,5	457,3	460,7	440,2	440,9	457,7	489,0	537,7
<i>Portefeuille actions</i>	19,5	21,8	25,1	29,9	35,3	40,4	33,9	64,3
<i>Portefeuille obligations</i>	69,7	75,4	76,7	76,0	71,6	92,6	91,8	93,8
<i>Portefeuille titres du marché monétaire</i>	23,0	22,7	22,6	32,7	31,8	36,6	48,6	49,4
Par catégorie d'institutions financières								
<i>Établissements de crédit</i>	491,4	481,9	488,3	470,1	472,2	491,7	532,7	587,8
<i>Sociétés d'assurance</i>	41,2	48,5	53,4	58,5	53,8	68,3	58,9	66,0
<i>OPCVM</i>	47,1	46,7	43,4	50,3	53,6	67,3	71,6	91,5
Total des financements : B	843,3	853,5	872,7	890,0	919,2	996,2	1 099,1	1 246,0
Taux d'intermédiation au sens large (A/B)	68,7	67,6	67,0	65,0	63,1	63,0	60,3	59,8

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

Un éclairage complémentaire peut être fourni par l'analyse de l'évolution de la part dans le PIB des produits nets (intérêts, commissions, etc.) perçus par les intermédiaires financiers. On constate que cette part s'est redressé à partir de 1996 alors que les concours distribués par les établissements de crédit, sous la forme de crédits ou d'acquisitions de titres, ont, eux, continûment baissé. Les banques ont en effet réagi à la réduction de leurs marges sur opérations de crédit en améliorant leurs méthodes de gestion du risque, en développant des services générateurs de commissions et en recherchant des économies d'échelle, le cas échéant en s'associant ou en fusionnant.

4.2. Les opérations financières de la France avec l'étranger

Contrepartie de la capacité de financement de la nation qui résulte de l'excédent du compte de transactions courantes et du compte de capital, le compte financier a présenté un solde débiteur de 32,1 milliards d'euros et s'est caractérisé par une amplitude de flux inégalée pour certaines opérations, notamment les investissements directs.

BALANCE DES PAIEMENTS COMPTE FINANCIER			
<i>(en millions d'euros)</i>			
	Année 1998 (1)	Année 1999 (1)	Année 2000 (2)
COMPTE FINANCIER	- 44 015	- 36 898	- 32 130
INVESTISSEMENTS DIRECTS (cf. détail en 4.2.1.)	- 14 364	- 64 663	- 127 442
1. Français à l'étranger	- 40 883	- 10 385	- 175 152
2. Étrangers en France	26 519	36 722	47 710
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE (cf. détail en 4.2.2.)	- 41 900	- 11 955	35 990
1. Avoirs (opérations des résidents sur titres émis par les non-résidents)	- 95 376	- 120 613	- 110 137
2. Engagements (opérations des non-résidents sur titres émis par les résidents)	53 476	108 658	146 127
AUTRES INVESTISSEMENTS	30 237	40 593	52 155
1. Avoirs	21 044	- 25 167	- 5 059
Crédits commerciaux	- 7 212	- 6 480	- 1 959
Prêts	29 251	- 18 451	- 2 989
<i>dont secteur bancaire</i>	35 414	- 8 913	10 692
Autres avoirs	- 994	- 236	- 111
2. Engagements	9 193	65 760	57 214
Crédits commerciaux	1 660	193	- 1 206
Prêts	7 533	65 567	58 420
<i>dont secteur bancaire</i>	5 198	37 249	56 155
PRODUITS FINANCIERS DERIVES	- 356	- 1 960	4 503
AVOIRS DE RÉSERVE	- 17 631	1 087	2 664

(1) Chiffres définitifs.
(2) Chiffres provisoires.

Source : Banque de France et ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie.
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – CEREX.

Le solde débiteur des investissements directs, qui indique des sorties nettes de capitaux, a en effet doublé par rapport à l'exercice 1999, s'établissant à - 127,4 milliards d'euros, contre - 64,7 milliards, alors que le solde des investissements de portefeuille est devenu créditeur, à 36 milliards d'euros, du fait de la forte progression des achats nets de titres français par les non-résidents (+ 34%), les achats nets de titres étrangers par les résidents ayant fléchi de 9%.

Par ailleurs, le secteur bancaire a augmenté ses engagements nets à hauteur de 66,8 milliards d'euros, après les avoir accrus de 28,3 milliards en 1999.

4.2.1. Le dynamisme des investissements directs entrants et sortants

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS RÉPARTITION PAR NATURE D'OPÉRATIONS			
<i>(en millions d'euros)</i>			
	Année 1998 (1)	Année 1999 (1)	Année 2000 (2)
Investissements français à l'étranger	- 40 883	- 101 385	- 175 152
Capital social	- 21 620	- 71 471	- 140 343
<i>Constitutions</i>	- 30 274	- 78 240	- 150 198
<i>Liquidations</i>	8 654	6 769	9 854
Bénéfices réinvestis	- 1 939	- 6 568	- 7 188
Autres opérations	- 17 323	- 23 346	- 27 621
Investissements étrangers en France	26 519	36 722	47 710
Capital social	15 227	16 700	29 200
<i>Constitutions</i>	17 733	20 081	38 447
<i>Liquidations</i>	- 2 505	- 3 382	- 9 247
Bénéfices réinvestis	476	4 610	2 719
Autres opérations	10 815	15 412	15 791
Solde	- 14 364	- 64 663	- 127 442

Sans signe : entrées de capitaux.
Signe négatif : sorties de capitaux.

(1) Chiffres définitifs.
(2) Chiffres provisoires.

Sources : Banque de France et ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SIPEX

L'expansion des flux nets d'investissements directs français à l'étranger, qui ont atteint 175,2 milliards d'euros, après 101,4 milliards en 1999, traduit le phénomène d'accélération des opérations de fusion et acquisition transfrontières.

L'intensification du rythme des fusions et acquisitions transfrontières explique l'essor des opérations en capital social (par opposition aux prêts intra-groupes, recensés en autres opérations). Plusieurs transactions de taille exceptionnelle — initiées notamment par les secteurs résidents de la communication, des télécommunications, du conseil et du matériel de transport, vers le Royaume-Uni, le Canada, les États-Unis et les Pays-Bas —, ont contribué au doublement des opérations en capital social par rapport à 1999⁷. Davantage orientées cette année vers l'extérieur que vers l'intérieur de la zone euro, celles-ci ont représenté 80% des flux d'investissements directs français à l'étranger, contre 70% l'année précédente, alors que la part des autres opérations n'a atteint que 16% des flux, contre 23% en 1999.

⁷ Les dix premières opérations ont représenté plus de la moitié du total des flux.

Les offres publiques d'échange de titres (OPE) ont constitué pendant l'année 2000 l'une des modalités les plus souvent mises en œuvre pour réaliser des opérations importantes de fusion et acquisition transfrontières.

La forte expansion des investissements directs français à l'étranger au cours de l'année 2000 confère à la France la place de troisième investisseur direct, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni.

Les flux nets d'investissements directs étrangers en France ont atteint 47,7 milliards d'euros, au lieu de 36,7 milliards en 1999, soit une augmentation de 30%.

Comme pour les investissements directs français à l'étranger, sous l'effet de plusieurs opérations publiques d'échanges de titres (OPE) de grande ampleur - en particulier dans les secteurs résidents de l'électronique, du matériel de transport et de la banque, depuis les Pays-Bas et le Royaume-Uni -, la répartition des flux entre apports en capital social et prêts intra-groupes a continué de se modifier au bénéfice des premiers. Les apports en fonds propres ont ainsi progressé de 75% par rapport à 1999, représentant 61% des flux, contre 45% au cours de l'exercice précédent. Les prêts intra-groupes sont restés stables à 15,8 milliards d'euros et leur part dans les flux est revenue de 42% à 33%.

Les investissements continuent de provenir majoritairement de la zone euro, notamment des Pays-Bas, qui abritent de nombreux sièges de holdings internationaux.

Confirmant son attractivité pour les investisseurs étrangers, la France se situe, parmi les économies développées, au sixième rang des pays d'accueil des investissements directs internationaux.

4.2.2. Un solde créditeur des investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille recensent les transactions sur valeurs mobilières *stricto sensu* (actions et obligations), ainsi que sur les autres titres, à court et à long terme, tels les titres de créances négociables (bons à moyen terme négociables, bons du Trésor, certificats de dépôt émis par les banques, billets de trésorerie émis par les entreprises).

Les investissements de portefeuille ont dégagé des entrées nettes de capitaux de 36,0 milliards d'euros, au lieu de sorties nettes de 12,0 milliards en 1999. Ils ont été alimentés, en particulier du côté des engagements, par plusieurs grandes opérations publiques d'échange de titres.

Les achats nets de titres étrangers par les résidents, après le record atteint en 1999, 120,6 milliards d'euros, ont fléchi de 9%, à 110,1 milliards.

Les achats d'instruments du marché monétaire et d'obligations se sont réduits respectivement de 16,4 et de 9,0 milliards d'euros par rapport à 1999, leurs parts respectives dans les flux nets revenant de 27% à 15% et de 58% à 55%. La baisse des taux à long terme tout au long de l'année 2000 a contribué au ralentissement des achats nets d'obligations étrangères par les investisseurs institutionnels résidents, plus soucieux, semble-t-il, du rendement procuré par les titres que des plus-values.

FLUX D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE			
<i>(en millions d'euros)</i>			
	Année 1998 (1)	Année 1999 (1)	Année 2000 (2)
Résidents sur titres émis par les non-résidents	- 95 376	- 120 613	- 110 137
<i>Actions et titres d'OPCVM</i>	- 22 206	- 18 085	- 33 025
<i>Obligations et assimilés</i>	- 55 750	- 70 084	- 61 063
<i>Instrumentes à court terme du marché monétaire</i>	- 17 421	- 32 443	- 16 049
Non-résidents sur titres émis par les résidents	53 476	108 658	146 127
<i>Actions et titres d'OPCVM</i>	15 468	43 129	55 514
<i>Obligations et assimilés</i>	42 089	54 487	79 445
<i>Instrumentes à court terme du marché monétaire</i>	- 4 080	11 041	11 168
Solde	- 41 900	- 11 955	35 990

(1) Chiffres définitifs.
(2) Chiffres provisoires.

Sources : Banque de France et ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie.
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SIPEX.

En revanche, en contrepartie notamment des importantes opérations d'investissements directs étrangers en France réalisées sous forme d'échanges de titres, les achats d'actions étrangères ont augmenté de 14,9 milliards d'euros, leur part dans les flux nets doublant, de 15% à 30%.

Alors qu'en 1999, quelle que soit la nature des instruments, les achats portaient majoritairement sur des titres émis par des pays de la zone euro, ils se sont concentrés au cours de l'année 2000 sur des valeurs émises hors de l'Union monétaire européenne.

Les achats de titres français par les non-résidents se sont sensiblement accrus durant l'année 2000. Atteignant 146,1 milliards d'euros, ils ont progressé de 34%.

La monnaie unique européenne a favorisé le placement des titres français en euros dans les pays de l'Union monétaire, en raison de l'absence de risque de change, qui procure une possibilité de diversification aux investisseurs de la zone, auparavant, parfois limités à leur espace financier national par des règles prudentielles.

Les achats d'actions françaises ont enregistré par rapport à 1999 une hausse de 29%, qui est pour une bonne part imputable au développement des offres publiques d'échange de titres (OPE) transfrontières, dans le cadre d'investissements directs à l'étranger réalisés par des sociétés résidentes.

Les non-résidents ont accru de 46% leurs achats d'obligations françaises, dont la part dans les flux nets est passée de 50% en 1999 à 54%.

Les titres d'État ont continué de représenter la majeure partie de ces achats nets par les non-résidents, concentrés cette année sur les valeurs à long terme (OAT) plutôt que sur les valeurs à moyen terme (BTAN). Les achats nets d'OAT ont ainsi plus que doublé par rapport à 1999, passant de 13,3 milliards d'euros à 33,5 milliards.

Toutefois, ce sont les achats d'obligations du secteur privé, dont le marché s'est développé en France comme dans l'ensemble de la zone euro, qui ont le plus augmenté par rapport à 1999, leur poids dans le total des flux obligataires atteignant 27%, contre 19% l'année précédente.

Enfin, il convient de souligner l'intérêt persistant des non-résidents en faveur des BTF, qui constituent plus de la moitié des flux nets enregistrés pour les instruments du marché monétaire.

Au total, l'appétence des non-résidents pour les valeurs du Trésor français a entraîné une remontée du taux de détention de la dette publique négociable, qui est passée de 24,1% à 30,0% d'une fin d'année à l'autre.

4.2.3. Forte augmentation des engagements au titre des « autres investissements »

Rappelons que la création de la zone euro en 1999 a introduit une rupture par rapport au passé, en modifiant les conditions de bouclage de la balance des paiements nationale. En effet, pour tout pays membre de l'Union monétaire européenne, l'analyse du poste autres investissements doit s'inscrire dans le cadre de l'ensemble de la zone euro, dans la mesure où les opérations en euros des banques résidentes n'ont pas nécessairement *in fine* une contrepartie dans leur pays d'origine, mais dans l'un des pays de l'Union monétaire. Par ailleurs, la centralisation d'une partie des avoirs de réserve à la BCE fait disparaître le lien entre les flux du secteur bancaire et la variation des avoirs de réserve au plan national.

Il est ainsi devenu nécessaire de procéder à l'ajustement comptable de la balance des paiements de la France par la prise en compte des opérations effectuées avec les banques centrales appartenant au SEBC et recensées au bilan de la Banque de France.

Au cours de l'année 2000, les autres investissements se sont soldés par des entrées nettes de 52,2 milliards d'euros, après 40,6 milliards en 1999. Les engagements nets du secteur bancaire se sont accrus de 66,8 milliards d'euros, contre 28,3 milliards en 1999, les opérations de l'ensemble des secteurs non bancaires, secteur des autorités monétaires compris, ayant abouti à des sorties nettes de 14,6 milliards d'euros, au lieu d'entrées nettes de 12,5 milliards en 1999.

Des entrées nettes de 66,8 milliards d'euros liées aux opérations du secteur bancaire

Dans le cadre du financement des achats de titres étrangers et des investissements directs à l'étranger, les opérations de dépôt et de crédit du secteur bancaire se sont traduites par une augmentation des engagements nets, de 37,1 milliards d'euros en devises, ainsi que de 29,8 milliards en euros.

FLUX NETS DU SECTEUR BANCAIRE			
<i>(en millions d'euros)</i>			
	Variations des créances et engagements en euros et en devises des banques résidentes vis-à-vis des non-résidents		
	1998 (1)	1999 (1)	2000 (2)
Créances	35 414	- 8 913	10 692
<i>Francs/Euros</i>	22 584	- 49 178	7 835
<i>Devises</i>	12 830	40 265	2 857
Engagements	5 198	37 249	56 155
<i>Francs/Euros</i>	- 15 550	21 082	21 935
<i>Devises</i>	20 748	16 167	34 220
Variation nette	40 612	28 336	66 847
<i>Francs/Euros</i>	7 034	- 28 096	29 770
<i>Devises</i>	33 578	56 432	37 077

Sans signe : entrées de capitaux.
Signe négatif : sorties de capitaux.

(1) chiffres définitifs.
(2) Chiffres provisoires.

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

Des sorties nettes au titre des autorités monétaires et des crédits commerciaux

Depuis 1999, le poste autorités monétaires a pris une importance nouvelle avec la mise en place de la monnaie unique et le développement, via le système Target, des opérations intra-SEBC en euros, qui découlent de l'existence d'un marché interbancaire unique à l'échelle de l'Union monétaire européenne.

Au cours de l'année 2000, en contrepartie, pour l'essentiel, de l'augmentation de 29,8 milliards des engagements nets en euros du secteur bancaire résident vis-à-vis des autres banques du SEBC, le secteur résident des autorités monétaires a enregistré des sorties nettes de 30,5 milliards d'euros.

Par ailleurs, les crédits commerciaux ont abouti à des mises en place nettes de crédits à la clientèle étrangère à hauteur de 3,2 milliards d'euros, contre 6,3 milliards en 1999

Des entrées nettes au titre des administrations publiques et des « autres secteurs »

Le secteur des administrations publiques a enregistré un solde positif de 4,8 milliards d'euros, au lieu de 2,2 milliards l'année précédente, tandis que les autres investissements des « autres secteurs », constitués principalement des prêts et placements des entreprises, des ménages et des OPCVM résidents, se sont soldés par des placements nets des non-résidents en France de 14,3 milliards d'euros, après 0,5 milliard en 1999.

4.2.4. Les produits financiers dérivés et les avoirs de réserves

Les transactions sur produits financiers dérivés se sont soldées par des entrées nettes de 4,5 milliards d'euros, contre des sorties nettes de 2,0 milliards en 1999.

Recensés conformément à la définition retenue par l'Eurosystème pour l'établissement de la balance des paiements - c'est-à-dire en excluant les avoirs en devises détenus vis-à-vis des résidents de la zone euro -, les avoirs de réserve se sont contractés de 2,7 milliards d'euros, en raison de la baisse de 2,1 milliards d'euros des avoirs en devises et, dans une moindre mesure, de la diminution de 0,7 milliard d'euros de la position de réserve à l'égard du FMI.

4.3. Les intermédiaires financiers

4.3.1. Les institutions financières monétaires ⁸

L'année 2000 a été marquée d'une part par une forte progression de la production des services facturés pour la troisième année consécutive, d'autre part par une légère contraction de la production des services bancaires (SIFIM ⁹). Globalement, l'augmentation de la production marchande, conjuguée à une hausse maîtrisée des consommations intermédiaires, a permis une amélioration de la valeur ajoutée qui retrouve son niveau de 1996.

Au passif du compte financier, la collecte des dépôts auprès de la clientèle non financière s'est fortement accrue. Les émissions de titres de créances négociables ont également progressé. À l'actif, le renforcement des flux nets de crédits constaté l'an passé s'est confirmé en 2000, et les acquisitions de titres sont restées élevées.

Compte non financier ¹⁰

L'augmentation de la production résulte, principalement, de la politique de tarification suivie par les institutions financières monétaires en matière de services facturés. Les commissions prélevées lors des achats et ventes ainsi que les droits de garde sur titres détenus ont bénéficié d'importantes transactions sur les marchés financiers et de cours boursiers élevés. La production de services facturés a ainsi progressé de 10,6%. Par ailleurs, la hausse des taux a permis une augmentation de 8,6% des intérêts reçus contre + 11% concernant les intérêts versés. Malgré la diminution de la part des SIFIM dans la production marchande (48,1% en 1999 et 44,9% en 2000), la valeur ajoutée s'est accrue de 40,1 milliards d'euros à 41,5 milliards en 2000.

L'augmentation modérée de la masse salariale (+ 4,8% après + 6,5% en 1999), dans un contexte de négociations liées à la mise en place des 35 heures, a conduit à une légère progression de l'excédent brut d'exploitation (+ 1,5%) à 15,7 milliards d'euros, confirmant ainsi l'amélioration

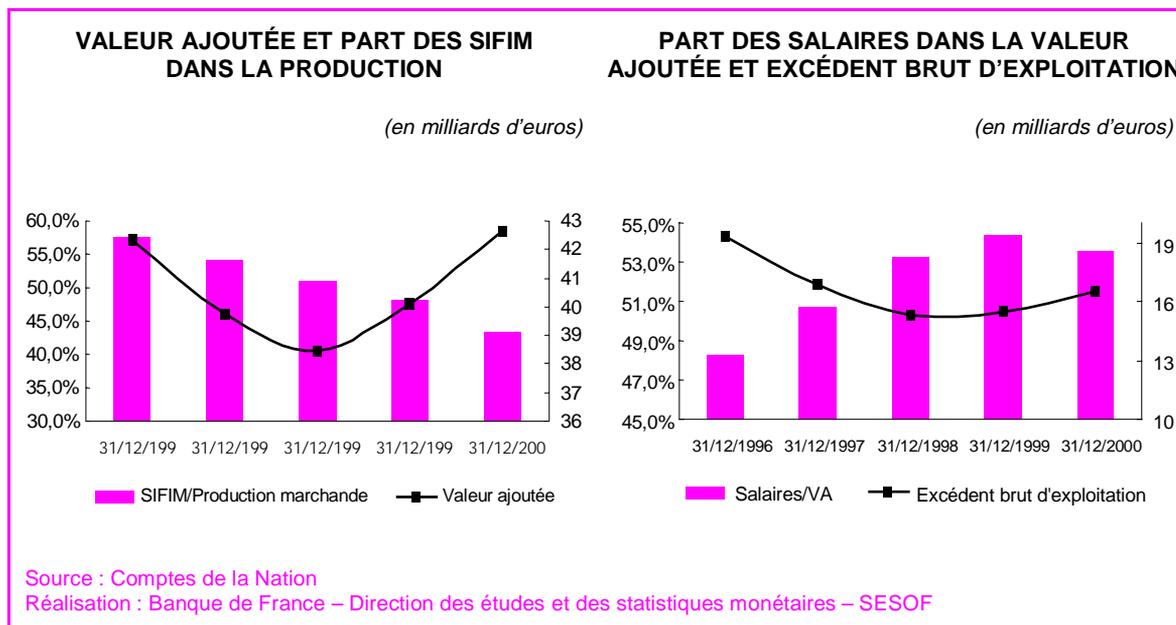
⁸ Le commentaire qui suit s'appuie sur les données des comptes nationaux et non pas sur celles établies par le Secrétariat général de la Commission bancaire. Des différences méthodologiques ne permettent pas toujours un rapprochement simple entre des grandeurs qui paraissent conceptuellement proches (exemple: valeur ajoutée des comptes nationaux et produit net bancaire de la Commission bancaire...).

⁹ Les SIFIM (Services d'intermédiation financière indirectement mesurés) correspondent à la différence entre les intérêts reçus et versés par les intermédiaires financiers à laquelle on ajoute les dividendes provenant des revenus de titres de placement.

¹⁰ En comptabilité nationale SEC95, les pertes sur créances irrécouvrables ne sont pas, en principe, comptabilisées en charges du compte non financier. Seules les remises de dettes résultant d'un accord explicite entre créanciers et débiteurs sont enregistrées « au-dessus de la ligne », en transfert de capital. Les pertes résultant de la simple constatation par le créancier de la défaillance du débiteur constituent des flux d'autres changements de volume d'actifs pour les institutions financières.

observée en 1999. Grâce à une hausse conséquente des dividendes reçus (+33,7%) alors que les dividendes versés diminuaient légèrement (-1,6%), l'épargne nette a fortement progressé (+22,6%) malgré des impôts courants élevés (+0,7 milliard d'euros) imputables à l'amélioration des résultats des établissements en 2000.

La formation brute de capital fixe a encore augmenté cette année (+13,9%) en raison d'investissements incorporels liés à la mise à niveau des systèmes informatiques et au passage à l'euro. Bien que les transferts en capital à verser aient fortement progressé (+1,5 milliard d'euros), la capacité de financement a enregistré une augmentation de 9,3%, pour atteindre 5,9 milliards d'euros.



Opérations financières

Les dettes

Les encours de dépôts à vue des agents non financiers et des non-résidents auprès des institutions financières ont fortement progressé pour la deuxième année consécutive avec un flux de +34,4 milliards d'euros contre +29,1 milliards en 1999. Cette évolution provient principalement des entreprises non financières.

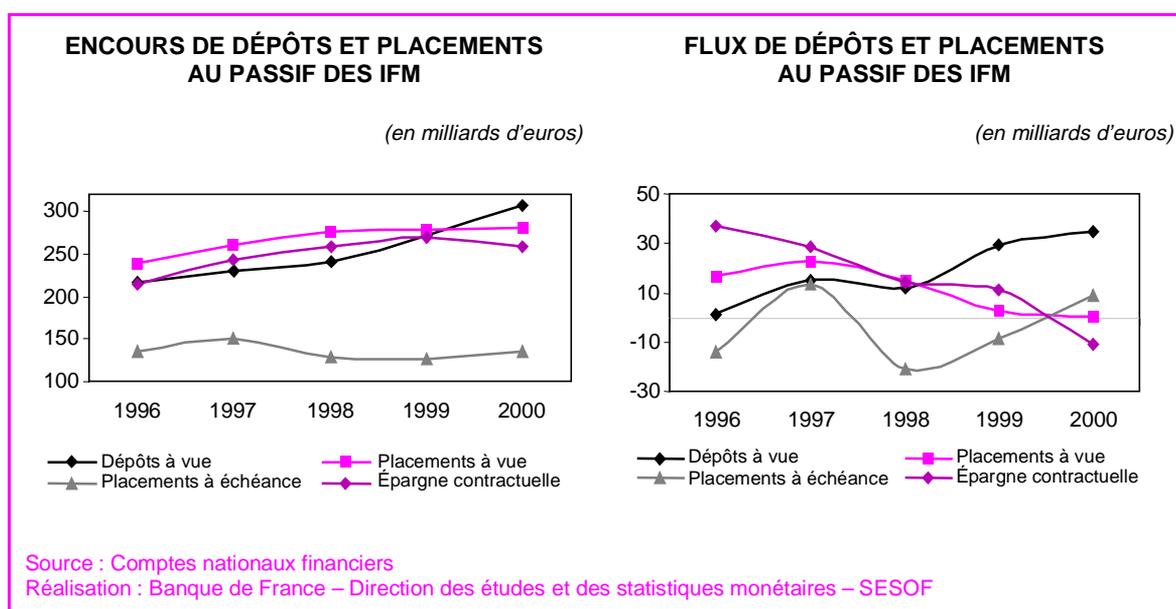
La forte décélération observée l'an passé sur les placements à vue (flux de +2,7 milliards d'euros en 1999 après +14,9 milliards en 1998) s'est confirmée en 2000 avec un flux de +0,5 milliard d'euros. La décollecte sur les livrets A ou bleus (-4,3 milliards pour un encours global de 111,9 milliards d'euros) a été moins forte qu'en 1999 (-7 milliards d'euros) en raison d'une revalorisation du taux au 1^{er} juillet 2000 de 2,25% à 3%. Les livrets jeunes et les comptes pour le développement industriel (CODEVI) sont restés stables sur la période alors que les encours sur comptes épargne logement progressaient légèrement. L'augmentation en flux des placements à vue s'explique surtout par un attrait renforcé pour les livrets d'épargne populaire (+4 milliards d'euros en encours), la rémunération de ce produit étant passée de 4,03 à 4,25%, début juillet 2000.

Les encours de placements à échéance ont progressé, enregistrant un flux de +8,9 milliards d'euros après une décollecte en 1998 et 1999. Les bons de caisse, offerts principalement par les

banques mutualistes aux ménages ont diminué de 3,3 milliards d'euros en encours alors que ceux des comptes à terme progressaient de 12,3 milliards d'euros.

Malgré une légère hausse des encours de plans d'épargne logement souscrits notamment dans les banques mutualistes et compte tenu de la nouvelle diminution de - 11,1 milliards d'euros de l'encours des plans d'épargne populaire, après une baisse de 3,6 milliards d'euros en 1999, l'épargne contractuelle a diminué - 11,1 milliards d'euros en 2000 contre + 11,3 milliards d'euros en 1999.

Au total, la collecte nette de l'ensemble des dépôts et placements s'est élevée à 32,7 milliards d'euros contre 225 en 1999.

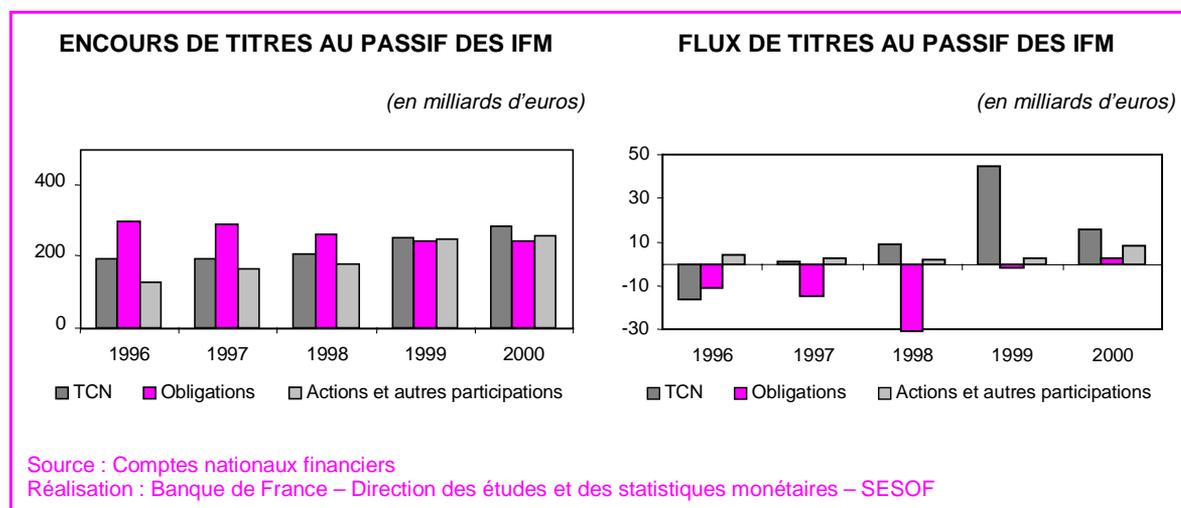


S'agissant du financement issu des marchés, les émissions nettes de titres ont progressé en 2000 avec un flux de + 26,6 milliards d'euros dont + 15,7 milliards pour les titres de créances négociables. Parmi ceux-ci, la progression en encours des billets de trésorerie a permis de compenser la diminution des encours de certificats de dépôts.

Pour la première fois depuis de nombreuses années, un flux net d'émissions d'obligations a été enregistré (+ 2,7 milliards d'euros), les remboursements de l'année ayant été moins importants que les émissions.

Profitant d'un contexte boursier très favorable, les flux d'émissions d'actions et autres participations se sont élevés à + 8,2 milliards en 2000 contre + 2,4 milliards en 1999. Apprécié en valeur de marché, l'encours a augmenté de 12,5% pour s'établir à 278,5 milliards d'euros.

Dans un contexte de rachats et de concurrence entre établissements de plus en plus importants, les opérations interbancaires ont continué de se développer avec un flux de 58,7 milliards d'euros contre 34,9 milliards en 1999.



PRINCIPALES OPÉRATIONS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES EN COMPTABILITÉ NATIONALE (HORS BANQUE DE FRANCE ET OPCVM) BASE 95					
(en milliards d'euros)					
	1996	1997	1998	1999	2000
Soldes des comptes non financiers					
SIFIM	37,5	33,7	31,9	32,0	31,1
Valeur ajoutée	42,4	39,8	38,4	40,1	41,5
Excédent brut d'exploitation	19,3	16,9	15,2	15,5	15,7
Capacité de financement	8,7	8,5	6,7	5,5	5,9
Opérations du compte financier					
Pour information : pertes nettes sur créances irrécouvrables	9,9	8,7	7,6	5,9	5,6
<i>Flux de dettes</i>					
Dépôts à vue (agents non financiers + non-résidents)	1,5	14,8	12,2	29,1	34,4
Placements à vue (id.)	16,3	22,2	14,9	2,7	0,5
Placements à échéance (id.)	-14,2	13,4	-21,0	-8,8	8,9
Épargne contractuelle (id.)	37,0	28,5	14,0	11,3	-11,1
Titres	-23,6	-10,2	-20,1	44,7	26,6
Autres opérations nettes (principalement interbancaires)	20,8	-12,1	58,2	34,7	58,3
<i>Flux de créances</i>					
Crédits aux agents non financiers et au reste du monde	-14,6	10,1	19,2	62,8	81,8
<i>dont crédits à court terme</i>	-19,0	13,7	-13,4	5,2	34,4
<i>dont crédits à long terme</i>	4,4	-3,6	32,6	57,6	47,4
Titres	61,1	55,0	45,7	56,4	41,7

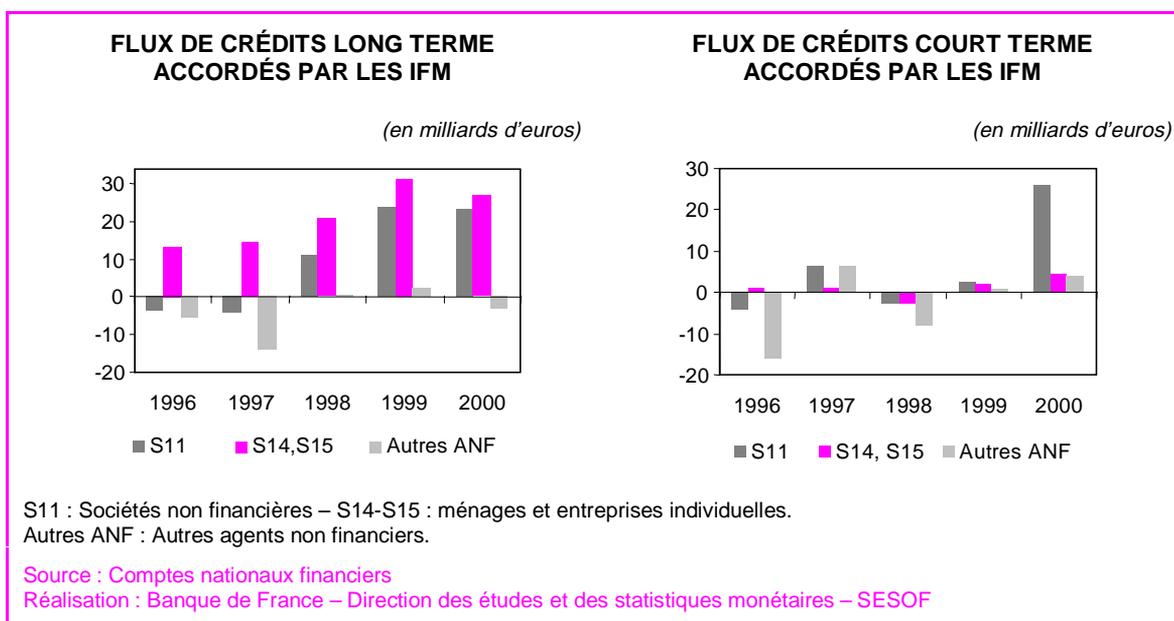
Source : Comptes de la Nation
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Les créances

Les crédits accordés par les institutions financières monétaires ont progressé en flux de + 81,8 milliards d'euros en 2000 contre + 62,8 milliards en 1999.

La hausse reste principalement imputable aux crédits à long terme (flux de + 47,4 milliards d'euros contre + 57,6 milliards en 1999) avec une légère prédominance du crédit à l'habitat des ménages sur les concours aux entreprises.

Les crédits à court terme ont fortement progressé, avec un flux de + 34,4 milliards d'euros (+ 5,2 milliards en 1999), la reprise de la croissance économique obligeant les entreprises à recourir davantage au crédit de trésorerie.

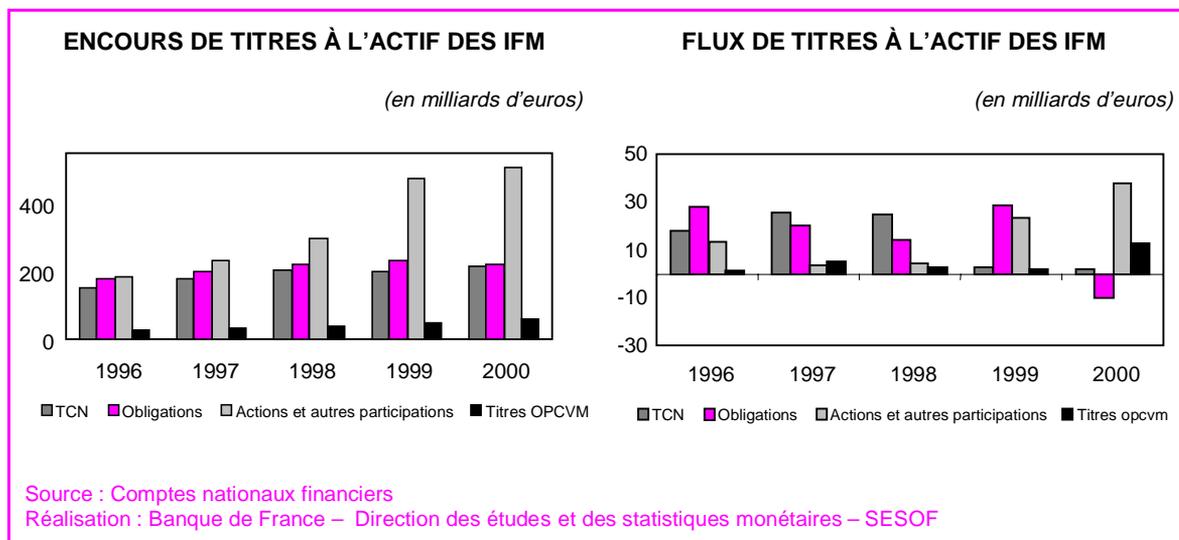


Pour la deuxième année consécutive, les institutions financières monétaires ont renforcé leurs placements en actions avec un flux de + 37,5 milliards d'euros en 2000 après + 23,6 milliards en 1999. Cette progression est essentiellement imputable à la création de CDC Ixis et au rachat des parts de l'établissement par sa maison mère, la Caisse des dépôts et consignations.

Le portefeuille en OPCVM a également augmenté (flux de + 12,3 milliards d'euros) alors que les achats nets de titres de créances négociables ne progressaient que très légèrement avec un flux de + 1,7 milliard contre + 2,4 milliards en 1999.

Après une forte augmentation des achats nets d'obligations en 1999 (flux de + 28,3 milliards), les cessions ont été supérieures aux achats en 2000 (flux de - 9,7 milliards d'euros dont - 8,8 milliards pour les obligations libellées en euros) en raison d'un affaiblissement du rendement des taux à long terme (les taux des titres d'État à dix ans sont notamment passés de 5,5% à 5% en un an).

Tous supports confondus, les acquisitions nettes de titres ont représenté un flux de + 41,7 milliards d'euros en 2000 contre + 56,4 milliards en 1999.



4.3.2. Les assurances ¹¹

Le secteur des assurances connaît depuis plusieurs années une expansion considérable qui en fait aujourd'hui un intermédiaire majeur sur le marché financier. Il a recueilli 79% des flux de placements des ménages en 2000.

L'année 2000 a été marquée par une vive progression des cotisations vie et capitalisation, qui ont augmenté à un rythme supérieur à celui observé en 1999. Une part importante de cette accélération découle du développement des contrats en unités de compte, en particulier ceux adossés aux supports actions. Ces derniers ont bénéficié jusqu'en septembre 2000 de la hausse continue des cours boursiers.

Une progression plus rapide des cotisations

Le flux de cotisations a continué d'augmenter, s'élevant à 131,9 milliards d'euros contre 111,1 milliards en 1999, soit un rythme de progression de + 18,7% en 2000 après + 10,2% en 1999.

Le dynamisme des produits d'assurance vie et de capitalisation explique cette année encore cette augmentation du chiffre d'affaires. Les cotisations d'assurance vie se sont élevées à 99,7 milliards d'euros en 2000 contre 83,7 milliards d'euros en 1999. À la suite notamment de l'augmentation de la surprime sur les garanties légales des catastrophes naturelles, les encaissements d'assurance dommage ont aussi participé à cette hausse, passant de 30 milliards d'euros en 1999 à 31,6 milliards d'euros en 2000.

L'assurance vie, un produit d'épargne très dynamique malgré le fléchissement du rendement

Les placements en assurance vie ont conservé la première place dans la formation d'actifs financiers des ménages en 2000. La stabilité du cadre fiscal a favorisé le réemploi des capitaux en fin de contrat. En outre, le niveau peu élevé des rémunérations des placements à taux administrés,

¹¹ Le secteur des assurances défini en Comptabilité nationale comprend les sociétés d'assurance vie, les sociétés d'assurance non vie, les sociétés de réassurance, les mutuelles, les caisses autonomes et les institutions de prévoyance.

en particulier celui du plan d'épargne logement, a encouragé le report de l'épargne des ménages sur les produits plus rémunérateurs proposés par les sociétés d'assurance.

Dans un contexte de faible inflation, le rendement apparent ¹² présente un profil régulier et reste attractif dans une perspective de placement à long terme, malgré une baisse en 2000 (4,1% en 2000 contre 6,8% en 1999).

Le maintien dans leur portefeuille de lignes obligataires anciennes au taux d'intérêt élevé ainsi que les souscriptions d'obligations effectuées depuis le début de 1999 avec la remontée des taux à long terme a permis aux sociétés d'assurance de maintenir un taux de rendement attractif. Le recours aux provisions pour participation aux excédents différables pendant huit ans y a également contribué en leur donnant la faculté de lisser leurs résultats. Par ailleurs, sur les derniers exercices, les contrats en unités de compte liés à un support actions ont bénéficié de la hausse des marchés boursiers jusqu'en septembre 2000 même si la chute de la bourse en fin de période explique les moins-values réalisées.

RENDEMENT POUR LES MÉNAGES DES CONTRATS D'ASSURANCE VIE

(en milliards d'euros)

	1997	1998	1999	2000 (1)
Revenus de la propriété attribués aux assurés	24,7	26,6	27,3	30,0
Plus et moins-values sur contrats en unité de compte	3,2	5,5	15,2	- 1,7
Encours des droits nets des ménages	489,3	547,4	621,4	688,7
Taux de rendement apparent (2)	5,7%	5,9%	6,8%	4,1%

(1) Estimation.

(2) Le taux apparent est égal au rapport de la somme des intérêts et des plus et moins-values sur contrats en unité de compte sur les encours des droits nets des ménages.

Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Un succès croissant des contrats vie, tant individuels que collectifs

Au sein de l'assurance vie, le montant des souscriptions aux contrats d'adhésion individuelle s'est accru à un rythme élevé, passant de 65,9 milliards d'euros en 1999 à 80,2 milliards d'euros en 2000. Les ménages ont pratiquement doublé le montant de leur souscription par rapport à 1999, atteignant ainsi un niveau inégalé depuis 10 ans. La croissance des cotisations nettes a été en progression sensible (+ 23% en 2000 contre 15% en 1999). Elle a été très soutenue au premier semestre pour retrouver le rythme de 1999 en fin d'année.

Ce succès s'explique essentiellement par la confirmation de l'attrait des contrats d'assurance vie en unités de compte. Les souscriptions nouvelles se sont en effet majoritairement dirigées sur ce type de contrats (65% en 2000 contre 56% en 1999). La nouvelle collecte s'est élevée à 34,3 milliards d'euros contre 24,1 milliards en 1999 et 18,6 milliards en 1998. La part des contrats multisupports s'est sensiblement accrue, passant de 37% en 1999 à 50% en 2000.

12 Le rendement apparent pour les assurés peut être défini à partir des données de la Comptabilité nationale comme le rapport des revenus de la propriété (intérêts et plus ou moins values sur contrats en unité de compte) attribués aux assurés au montant des encours de provisions techniques d'assurance vie qu'ils détiennent.

La contraction observée sur les cotisations nettes de bons de capitalisation confirme la stagnation de la collecte sur ce type d'instrument d'épargne, dont le rendement est fortement imposé dès lors que le souscripteur opte pour l'anonymat. Dans ce cadre, les bons de capitalisation demeurent cependant des supports souples et fractionnables permettant de transmettre un capital à un ou plusieurs bénéficiaires.

La part de marché des contrats en nom collectif est restée stable (11% de la collecte), les cotisations s'étant élevées à 10,1 milliards d'euros en 2000 contre 8,4 milliards d'euros en 1999. La progression devrait se poursuivre (18% en 1999 et 20,2% en 2000 contre seulement 2% en 1998), dans la mesure où ce produit vient compléter le financement de la retraite des salariés et qu'il bénéficie d'avantages fiscaux.

Les remboursements de contrats (prestations versées) ont diminué ; les contrats sont de plus en plus souvent maintenus bien au-delà de la durée de 8 ans requise pour bénéficier d'un avantage fiscal, et jouent en partie le rôle d'instrument de financement complémentaire de la retraite.

Une progression sensible des provisions techniques ¹³

Les provisions techniques, destinées à couvrir les engagements pris envers les bénéficiaires de contrats d'assurance vie et dommages, s'élevaient à 782,4 milliards d'euros en 2000 contre 704,9 milliards en 1999, avec un taux de progression en léger retrait de 11% contre 13% en 1999.

ENCOURS DES PROVISIONS TECHNIQUES DES ASSURANCES				
	<i>(en milliards d'euros)</i>			
	1997	1998	1999	2000
Droits nets des ménages en assurance vie et fonds de pension (1)	489,3	547,4	621,4	688,7
Provisions techniques dommages (2)	70,1	73,7	83,5	93,6
Provisions techniques d'assurance (1)+(2)	559,4	621,2	704,9	782,4

Source : Comptes nationaux
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

L'encours de provisions mathématiques d'assurance vie, qui représente la dette actualisée des sociétés d'assurance vie envers leurs souscripteurs, s'établissait à 688,7 milliards d'euros en 2000 contre 621,4 milliards d'euros en 1999. Le rythme de progression passe de 13,5% en 1999 à 10,8% en 2000.

Les encours de provisions d'assurance dommages, qui recouvrent principalement les provisions pour primes et les provisions pour sinistres, représentaient à fin 2000 93,6 milliards d'euros contre 83,6 milliards d'euros à fin 1999. Ils ont enregistré depuis deux ans une forte progression, atteignant 13,5% en 1999 et 12% en 2000. L'augmentation reflète la poursuite de la prise en charge des sinistres dus au titre des catastrophes naturelles, déjà enregistrée pour partie. Les indemnités dues étaient estimées en 1999 à 4,6 milliards d'euros. Par ailleurs, une partie des contrats a fait l'objet d'une réassurance auprès de sociétés de réassurance et d'assurance (notamment non résidentes).

¹³ La Comptabilité nationale utilise pour désigner les différents types d'engagements spécifiques des sociétés d'assurance une terminologie légèrement différente de celle de la profession. Là où les assureurs parlent de provisions techniques, de provisions techniques d'assurance dommages ou de provisions mathématiques, le Système européen de comptes (SEC 95) emploie respectivement les termes de réserves techniques, réserves primes et réserves sinistres, et de droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance vie.

ACCROISSEMENT DES PROVISIONS TECHNIQUES DES ASSURANCES

(en milliards d'euros)

	1997	1998	1999	2000
Droits nets des ménages (1)	75,2	58,1	74,0	67,4
Provisions techniques dommages (2)	4,4	3,6	9,8	10,1
Variation d'encours des réserves techniques d'assurances* (1)+(2)	79,6	61,8	83,8	77,5

* Y compris plus ou moins-values des contrats en unités de compte.

Source : Comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Les placements financiers

Le comportement de placement des sociétés d'assurance a sensiblement évolué depuis deux ans. La part des obligations dans leur portefeuille s'est réduite faisant place à une détention accrue d'actions, quelle soit directe ou par l'intermédiaire de titres d'OPCVM.

Toujours important, le montant du stock d'obligations a progressé de 6% en 2000, après 4,6% en 1999, passant de 411,8 milliards d'euros à 436,5 milliards d'euros. Mais le rythme de progression est bien inférieur à celui des années antérieures. La part des obligations ne représentait plus que 48,1% en 2000 contre 59,4% en 1997.

A contrario, la part des actions, dont l'encours s'élève à 228 milliards d'euros a progressé de façon notable, passant de 20,7% à 25,1% en quatre ans. La détention de titres d'OPCVM généraux a suivi la même évolution, passant de 11,7% à 18,4%, avec une progression significative de la composante OPCVM actions. Contrairement à 1999, la croissance des encours en 2000 provient des flux de placements importants alors que l'évolution de leur valorisation a eu une contribution légèrement négative (- 1,2 milliard d'euros en 2000 contre 57,7 milliards d'euros en 1999).

Ainsi, les achats d'obligations ne sont plus le principal emploi des sociétés d'assurance en 2000. Le montant d'acquisition s'est réduit, s'élevant seulement à 25,3 milliards d'euros en 2000 contre 38,8 milliards d'euros en 1999. Il reste cependant élevé car les assureurs doivent couvrir les contrats souscrits en euros avec un taux de rendement garanti et respecter une réglementation qui leur impose la constitution d'un certain nombre de provisions¹⁴. Le flux de placement en actions qui a presque triplé (12,3 milliards d'euros en 2000 contre 4,7 milliards en 1999) marque une nette progression, parallèle à celle des OPCVM généraux. Les sociétés d'assurances ont en effet intensifié leurs acquisitions indirectes d'actions au travers d'achat de titres d'OPCVM généraux (le flux d'acquisition passe à 25,3 milliards d'euros en 2000 contre 23,6 milliards d'euros en 1999). Cette évolution est le reflet du succès des contrats en unités de compte adossés à des actions, auxquels les ménages ont majoritairement souscrit en 2000. Ces produits, souvent bien commercialisés, avec une gradation de gestion des risques souscrits, ont rencontré une forte demande des ménages influencés par la dynamique des marchés boursiers. L'achat de titres OPCVM garantis ou OPCVM actions représente environ deux tiers des achats de titres d'OPCVM généraux. La progression du flux d'achat de titres d'OPCVM monétaires (12,8 milliards en 2000 contre 5,7 milliards en 1999) rend compte de la remontée des taux à court terme en 2000. Enfin, les ventes nettes de titres de créances négociables se sont poursuivies (- 0,9 milliard en 2000 après - 1,2 milliard en 1999).

¹⁴ (dont la provision pour risque d'exigibilité, la réserve de capitalisation et la provision pour aléas financiers).

La progression soutenue de la bourse en 1999 s'est amplifiée et poursuivie jusqu'en août 2000, favorisant la souscription de contrats en unités de compte, majoritairement adossés à des supports actions. La volatilité des marchés financiers qui a ensuite caractérisé les troisième et quatrième trimestres 2000, a sans doute rendu les souscripteurs plus sensibles au fait qu'avec ce type de contrat ils supportent entièrement le risque financier. La baisse des souscriptions en fin d'année et la contraction enregistrée au premier trimestre 2000 corroborent cette hypothèse. Les contrats en unités de comptes à fonds garantis pourraient devenir des produits très attractifs en limitant le risque financier, mais exigent des sociétés d'assurance de nouveaux modes de gestion de leurs actifs.

PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE				
<i>(en milliards d'euros)</i>				
	1997	1998	1999	2000
ENCOURS	619,3	720,7	845,9	921,0
Titres de marché monétaire	29,6	30,1	29,2	28,5
Obligations	362,0	393,8	411,8	436,4
Actions et autres participations	125,9	154,4	216,8	228,0
<i>dont actions cotées</i>	54,2	70,0	98,3	107,2
<i>actions cotées en francs</i>	49,9	66,4	92,7	103,4
<i>actions cotées en devises</i>	4,3	3,6	5,6	3,8
<i>dont actions non cotées</i>	54,4	65,6	98,7	98,3
<i>actions non cotées en francs</i>	28,7	36,0	59,3	58,7
<i>actions non cotées en devises</i>	25,7	29,6	39,4	39,6
<i>dont autres participations</i>	17,3	18,8	19,9	22,5
Titres d'OPCVM	101,8	142,4	188,1	228,1
<i>titres d'OPCVM monétaires</i>	18,5	25,9	31,7	44,8
<i>titres d'OPCVM généraux</i>	71,2	93,5	141,5	167,2
FLUX	73,9	62,4	65,1	76,0
Titres du marché monétaire	4,6	-0,1	0,3	-0,9
Obligations	47,9	25,4	38,8	25,3
Actions et autres participations	-1,4	-0,8	4,7	12,3
<i>dont actions cotées</i>	-1,7	1,4	0,9	10,3
<i>actions cotées en francs</i>	-0,5	2,4	-0,2	12,1
<i>actions cotées en devises</i>	-1,2	-1,1	1,2	-1,8
<i>dont actions non cotées</i>	-0,3	-2,7	3,4	0,0
<i>actions non cotées en francs</i>	-1,1	-2,8	2,6	-0,5
<i>actions non cotées en devises</i>	0,8	0,1	0,8	0,5
<i>dont autres participations</i>	0,7	0,5	0,4	2,0
Titres d'OPCVM	22,8	38,0	21,2	39,3
<i>titres d'OPCVM monétaires</i>	-1,2	7,3	5,7	12,8
<i>titres d'OPCVM généraux</i>	18,7	19,7	23,6	25,3

Source : Comptes nationaux
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

4.3.3. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières

Croissance encore soutenue des encours

Bien qu'en ralentissement, l'actif net total des OPCVM à vocation générale en France a continué de progresser en 2000 : + 16,6%, contre + 22,0% en 1999. Les encours ont augmenté de 109 milliards d'euros, atteignant ainsi un total de 761,2 milliards. Une large part de cette évolution est due aux souscriptions nettes.

Toutefois les évolutions ont été contrastées selon les catégories d'OPCVM.

Évolution des différentes catégories d'OPCVM

Dynamisme des OPCVM monétaires

En 2000, la progression des fonds investis en titres d'OPCVM monétaires s'est accélérée, du fait notamment du moindre dynamisme des produits d'épargne réglementés et des mesures en matière d'imposition des plus-values pour les cessions inférieures au seuil de 50 000 francs. L'encours a atteint 213,3 milliards d'euros à la fin de l'année, après 181,7 milliards en 1999, soit une progression de 20,7% contre 15,1% en 1999.

Redressement relatif des OPCVM obligataires

L'encours des titres d'OPCVM obligations et autres titres de créances s'est établi à 129,2 milliards d'euros en 2000, contre 121,4 milliards en 1999, en contraste avec la baisse de 1999 (+ 6,4% en 2000 après - 8,2%). Cette évolution résulte du dynamisme des fonds obligataires « internationaux ».

Progression plus faible des OPCVM actions

L'encours de titres d'OPCVM actions s'est accru malgré les turbulences boursières, de 18,4% en 2000. Cette progression a toutefois été plus modeste que l'année précédente où elle avait atteint 69,4%. L'encours s'est établi à 183,1 milliards d'euros, après 154,7 milliards en 1999.

Développement régulier des OPCVM diversifiés

L'encours des titres des OPCVM diversifiés, qui investissent à la fois en actions (61% de l'actif en 2000) et en obligations (29% de l'actif), a atteint 201,7 milliards d'euros en 2000, contre 161,4 milliards en 1999 (+ 24,9% après + 31,9% en 1999).

Légère accélération du rythme de croissance des OPCVM garantis

L'encours des OPCVM garantis, qui ont pour objectif de garantir le capital investi et d'assurer une certaine performance, s'est élevé à 33,9 milliards d'euros en 2000, contre 33,5 milliards en 1999 (+ 1,2% en 2000, contre + 7,7% en 1999).

POPULATION ET ACTIVITÉ DES OPCVM À VOCATION GÉNÉRALE*(encours en milliards d'euros, glissement annuel en pourcentage)*

	Nombre d'unités			Encours			Glissement annuel	
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1999	2000
OPCVM	6 274	6 506	7 143	534,9	652,7	761,2	22,0	16,6
Monétaires	690	672	660	157,8	181,7	213,3	15,1	20,7
Obligations	1 491	1 414	1 343	132,3	121,4	129,2	- 8,2	6,4
Actions	1 237	1 354	1 634	91,3	154,7	183,1	69,4	18,4
Diversifiées	2 163	2 397	2 783	122,4	161,4	201,7	31,9	24,9
Garantis	693	671	723	31,1	33,5	33,9	7,7	1,2

Source : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM et Commission des opérations de bourse

Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SASM

4.3.4. Les fonds communs de créances

En 2000, l'encours des fonds communs de créances s'est élevé à 14,8 milliards d'euros, après 16,5 milliards en 1999, ralentissant son déclin (- 9,7% après - 20% en 1999).

Ce fléchissement peut s'expliquer par le recours fréquent à des formules de titrisation « *offshore* » ; les entreprises effectuent leur titrisation sans faire appel à des fonds spécialisés, comme le montre l'exemple d'EDF en 2000.

En outre, les fonds communs de créances, n'ayant pas le droit d'émettre des titres courts, ont des capacités d'expansion limitées.

Opérations publiques

Le nombre des créations de fonds communs de créances faisant appel public à l'épargne, ou dont les parts sont admises à la cote officielle, est passé de cinq à deux. Par ailleurs la faculté de rechargement du fonds et de réémission de parts a été utilisée par deux FCC, pour un montant de 1,2 milliard d'euros. Au total, le volume des parts émises a enregistré une baisse de plus de moitié pour s'établir à 1,6 milliard d'euros. Aussi, le nombre de fonds actifs s'est-il réduit de 94 à fin 1999 à 79 à fin 2000 et l'encours des parts de fonds communs de créances a-t-il accusé une diminution de 10% à 15 milliards d'euros contre 16,5 milliards sur la même période.

Les FCC ODYSSEE et LIBRAVOU, créés en 2000, sont les premiers fonds communs de créances à compartiments, utilisant ainsi l'aménagement législatif introduit en 1999. Les compartiments ESPACE du premier et FL1 du second ont reçu respectivement pour 217 millions d'euros et 183 millions d'euros de créances résultant de prêts à la consommation.

Titrisation d'actifs refinancés sur le marché des billets de trésorerie

La croissance très soutenue des encours de titres courts adossés à des actifs titrisés a été alimentée essentiellement par la création de nouvelles tranches dans des fonds déjà existants. Le nombre de programmes à la fin de l'année 2000 est de 16. Ces programmes sont à l'origine d'un encours de billets de trésorerie de 12 milliards d'euros en augmentation de 50% par rapport au 31 décembre 1999, et représentait près de 16% de l'encours total des billets de trésorerie.

Ces montages ont servi à titriser des actifs très divers, et notamment des créances futures ainsi que des prêts ayant servi à l'acquisition d'une entreprise industrielle.

4.4. L'activité des marchés de capitaux**4.4.1. Le marché des actions****Le marché primaire**

Le montant des émissions d'actions et de certificats d'investissement en numéraire a presque doublé en 2000, passant de 37 milliards d'euros en 1999 à 66,7 milliards. Cette évolution est essentiellement le fait des sociétés non financières, principaux acteurs du marché, qui ont émis 64,7 milliards d'euros d'actions en 2000, contre 35,7 milliards en 1999.

Les émissions d'actions cotées ont augmenté dans les mêmes proportions. Elles ont représenté près de 23% du montant total émis en 2000, après 22% en 1999. La principale émission d'actions cotées en numéraire a été effectuée par la société d'assurance Axa, pour près de 3,7 milliards d'euros au mois de mai 2000.

Avec la mise en place de la monnaie unique, la convergence des marchés financiers européens place les émetteurs en situation de concurrence accrue pour la collecte de leurs ressources. Limitée en 1999, la conversion du capital des sociétés en euros, qui s'accompagne le plus souvent d'une augmentation en numéraire, a favorisé une hausse des émissions sur le marché primaire de la place de Paris en 2000. Elle devrait se poursuivre d'ici à la fin 2001.

ÉMISSIONS BRUTES D' ACTIONS SUR LA PLACE DE PARIS					
<i>(en milliards d'euros)</i>					
	1996	1997	1998	1999	2000
Actions et certificats d'investissement (hors OPCVM) (1)	43,60	44,65	48,98	37,05	66,69
Valeurs cotées (2)	6,14	7,96	10,54	8,09	15,21
Valeurs non cotées	37,46	36,69	38,44	28,96	51,48

(1) Y compris la part donnant lieu à un placement international ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale.
(2) Cote officielle et second marché.

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SEVAM

Le marché secondaire

De nouveaux records d'activité sur le marché secondaire...

ACTIVITÉ DE LA BOURSE DE PARIS		
	2000	Variation par rapport à 1999
Bourse de Paris		
Nombre de transactions	387 668	+ 64 %
Capitaux échangés (milliards d'euros)	4,6	+ 61 %
<i>dont : Nouveau marché</i>		
Nombre de transactions	31 335	+ 552 %
Capitaux échangés (millions d'euros)	80,31	+ 418 %

Source : Euronext Paris
Réalisation : Banque de France – Direction des marchés de capitaux – Cellule monétaire

Malgré l'orientation baissière du marché boursier parisien et l'augmentation de la volatilité, la liquidité et l'activité de la Bourse de Paris — mesurées à l'aune des volumes de transactions ou de la capitalisation boursière — ont encore progressé en 2000 et atteint de nouveaux records après ceux de 1999. Le montant quotidien moyen des capitaux échangés (4,6 milliards d'euros en 2000) s'est inscrit en hausse de 61% alors que le nombre moyen quotidien de transactions, qui ne tient pas compte de l'effet prix, a augmenté de 64%, Euronext Paris enregistrant ainsi une des plus fortes progressions d'activité parmi les Bourses européennes. La place de Paris a su bénéficier de l'internationalisation des échanges et de la montée en puissance de l'actionnariat individuel sans que son activité ne soit affectée par la modernisation du règlement mensuel, intervenue en septembre, ni par la baisse des indices. C'est ainsi que, malgré les fluctuations observées, la capitalisation boursière s'est accrue sur tous les segments, d'une fin d'année à l'autre.

CAPITALISATION DE LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS (ENTREPRISES FRANÇAISES)				
<i>(en milliards d'euros)</i>				
	1998	1999	2000	Variation 2000/1999
Premier marché	796,00	1 430,00	1 463,00	2,31 %
Second marché	38,90	48,00	54,00	12,50 %
Nouveau marché	4,30	15,00	24,00	60,00 %
Total	839,20	1 493,00	1 541,00	3,22 %

Source : Euronext Paris
Réalisation : Banque de France – Direction des marchés de capitaux – Cellule monétaire

...Et notamment sur le nouveau marché

Ceci est particulièrement vrai du nouveau marché, compartiment dont la capitalisation a sensiblement progressé et qui a enregistré la hausse d'activité la plus nette (80 millions d'euros par jour échangés en moyenne en 2000, soit plus de cinq fois le volume moyen en 1999). L'activité sur ce marché a cependant été très irrégulière d'un mois sur l'autre : après un pic d'activité en mars 2000, les volumes se sont par la suite repliés, dans le sillage de la correction des valeurs du secteur des NTIC, tout en se maintenant nettement au dessus de ceux enregistrés en 1999, signe que

l'intérêt pour les valeurs de ce marché ne s'est pas tari avec la correction. En 2000, l'activité sur le nouveau marché a été notamment favorisée par l'essor de la part de marché du courtage en ligne dans le nombre de négociations en Bourse de Paris (autour de 20%), les utilisateurs de ce médium investissant de façon privilégiée sur ce compartiment. L'activité du Nouveau marché excède désormais celle enregistrée au second marché (80,3 millions d'euros contre 55,8 millions en moyenne quotidienne), mais n'excède pas 2% du montant total des capitaux échangés et 8% du nombre de transactions à la Bourse de Paris.

4.4.2. Le marché obligataire

Le marché primaire

Sur le marché obligataire de la place de Paris, les émissions brutes se sont élevées à 112,9 milliards d'euros (dont 80% à taux fixe), en progression de près de 4% par rapport à 1999. Les émissions nettes des amortissements ont diminué de 7,2 milliards d'euros, passant de 48,8 milliards à 41,6 milliards en 2000.

L'année 2000 a été marquée par une intégration croissante des marchés boursiers européens avec notamment la création d'Euronext, en septembre. Ce mouvement a été particulièrement favorable à la hausse du montant unitaire moyen des émissions. Celui-ci, qui avait commencé à augmenter avec la mise en place de la monnaie unique, a atteint 453 millions d'euros en 2000 après 424 millions d'euros en 1999.

En 2000, la part de l'État a représenté 42% du montant brut des émissions obligataires sur la place de Paris, contre 40,3% en 1999. Suite aux amortissements réalisés et à la mise en œuvre du programme de rachats de 10 milliards d'euros (dont 7,9 milliards par voie d'adjudications à l'envers), les émissions nettes ont diminué de 24% par rapport à l'année précédente. Les ventes d'OAT auprès des particuliers se sont élevées à 1,7 milliard d'euros, contre 1,2 milliard en 1999.

Le secteur des sociétés non financières a levé des montants de capitaux proches de ceux de l'année précédente (31,8 milliards d'euros en brut après 29,8 milliards en 1999). Près de 22% de ces émissions ont été orientées vers des titres visant à permettre la restructuration des dettes des entreprises, comme les obligations convertibles ou encore les « Oceane » (obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes) qui permettent d'adapter le niveau de leurs fonds propres.

En 2000, la part des établissements de crédit a représenté 28,2% de la collecte brute du marché obligataire parisien, en hausse de 1,2 point par rapport à 1999 et de 9 points par rapport à 1998. Le regain d'intérêt du secteur est essentiellement dû à la réactivation du marché des obligations foncières suivant le modèle allemand des « Pfandbriefe »¹⁵. Les émissions brutes de ce type de titre se sont élevées à 13,2 milliards d'euros, soit 41,5% des émissions du secteur.

¹⁵ Selon la loi n° 99 - 532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière, ces titres sont qualifiés de sécurisés en raison du privilège dont dispose le détenteur sur l'ensemble de l'actif en cas de procédure collective à l'encontre de l'émetteur.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS SUR LE MARCHÉ PARISIEN				
<i>(en milliards d'euros)</i>				
Brutes		En date de règlement	Nettes	
Année 1999	Année 2000		Année 1999	Année 2000
48,05	48,83	Administrations publiques (hors La Poste)	33,40	22,94
43,77	47,46	<i>dont État hors organismes repris</i>	31,03	23,58
29,32	31,81	Établissements de crédit et assimilés	- 6,57	- 1,10
27,32	30,75	<i>Établissements de crédit et assimilés recensés dans les statistiques monétaires</i>	- 6,48	- 1,73
6,22	9,19	Banques	- 6,07	- 4,36
2,70	3,81	Caisses d'épargne	- 0,02	2,17
12,35	15,57	Sociétés financières	7,16	8,64
6,05	2,19	Institutions financières spécialisées	- 7,57	- 8,18
2,00	1,09	<i>Institutions financières diverses</i>	- 0,09	0,62
29,76	31,81	Sociétés non financières	20,47	19,30
4,12	11,31	<i>Grandes entreprises nationales (y compris La Poste)</i>	- 1,12	6,20
25,64	20,49	<i>Autres sociétés</i>	21,59	13,10
1,53	0,45	Compagnies d'assurance	1,48	0,45
108,66	112,90	Total	48,78	41,59
		Pour mémoire :		
5,6	5,45	Titres subordonnés	3,75	2,35
		Titres participatifs	- 0,07	

Source et réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SEVAM

Le marché secondaire

Les volumes de transaction ont poursuivi, en 2000, le mouvement à la hausse observé lors des deux années précédentes. Cette évolution a, néanmoins, été moins forte cette année, les volumes ayant enregistré une croissance de 3% contre 17% et 29% en 1999 et 1998 respectivement (— transactions bourse et hors bourse — source Sicovam). Elle s'est inscrite dans une tendance heurtée, où on peut distinguer deux phases :

- une première phase de diminution progressive des volumes de transactions, ceux-ci s'inscrivant en repli de 25% sur les trois premiers trimestres de l'année, dans un contexte marqué par un report croissant des investisseurs financiers vers les produits dérivés, ainsi qu'une diminution relative des émissions obligataires ;
- une forte hausse des volumes de transactions au dernier trimestre (+ 37% par rapport au trimestre précédent), les investisseurs recherchant des placements plus sûrs et se détournant des titres privés — notamment du secteur des télécommunications — pour se reporter sur des titres publics moins risqués, dans un contexte caractérisé à la fois par la poursuite du mouvement de correction boursière sur les valeurs dites technologiques, la forte dégradation des notations des entreprises fortement engagées dans la nouvelle économie, et

par l'aversion grandissante au risque des investisseurs inquiets face à l'évolution de la croissance américaine.

Comme l'année dernière, la capitalisation obligataire française a enregistré un léger repli (– 2% contre – 5%) pour s'établir à 702 milliards d'euros. Ce mouvement n'a pas résulté d'une diminution des encours obligataires français, qui ont augmenté de 5,4% sur l'année (+ 5,8% pour les obligations de l'État, + 4,9% pour les autres), mais reflète l'élargissement des écarts de taux entre titres d'État et obligations du secteur privé d'une dizaine à une centaine de points de base selon la notation de l'émetteur et son secteur. À partir du second trimestre, les investisseurs ont, en effet, réapprécié le risque associé aux obligations privées, en raison de l'évolution économique générale, mais surtout de la forte augmentation de l'endettement de certains secteurs (télécommunications notamment).

L'évolution de la capitalisation obligataire n'a, toutefois, pas été uniforme tout au long de l'année. Elle s'est caractérisée par une inflexion dans le sillage de l'évolution des taux obligataires :

- une diminution de 3,2% de la capitalisation au cours du premier semestre à la suite notamment d'un relèvement marqué de la courbe des taux jusqu'aux échéances à 7/8 ans — + 70 et + 30 points de base sur les échéances à 2 ans et 5 ans respectivement — dans un contexte de resserrement des conditions monétaires au sein de la zone euro ;
- une augmentation de la capitalisation obligataire au second semestre (+ 1,5%) à la suite d'un décalage vers le bas de la courbe des taux durant cette période de 45,50 et 40 points de base sur les échéances à 2,5 et 10 ans.

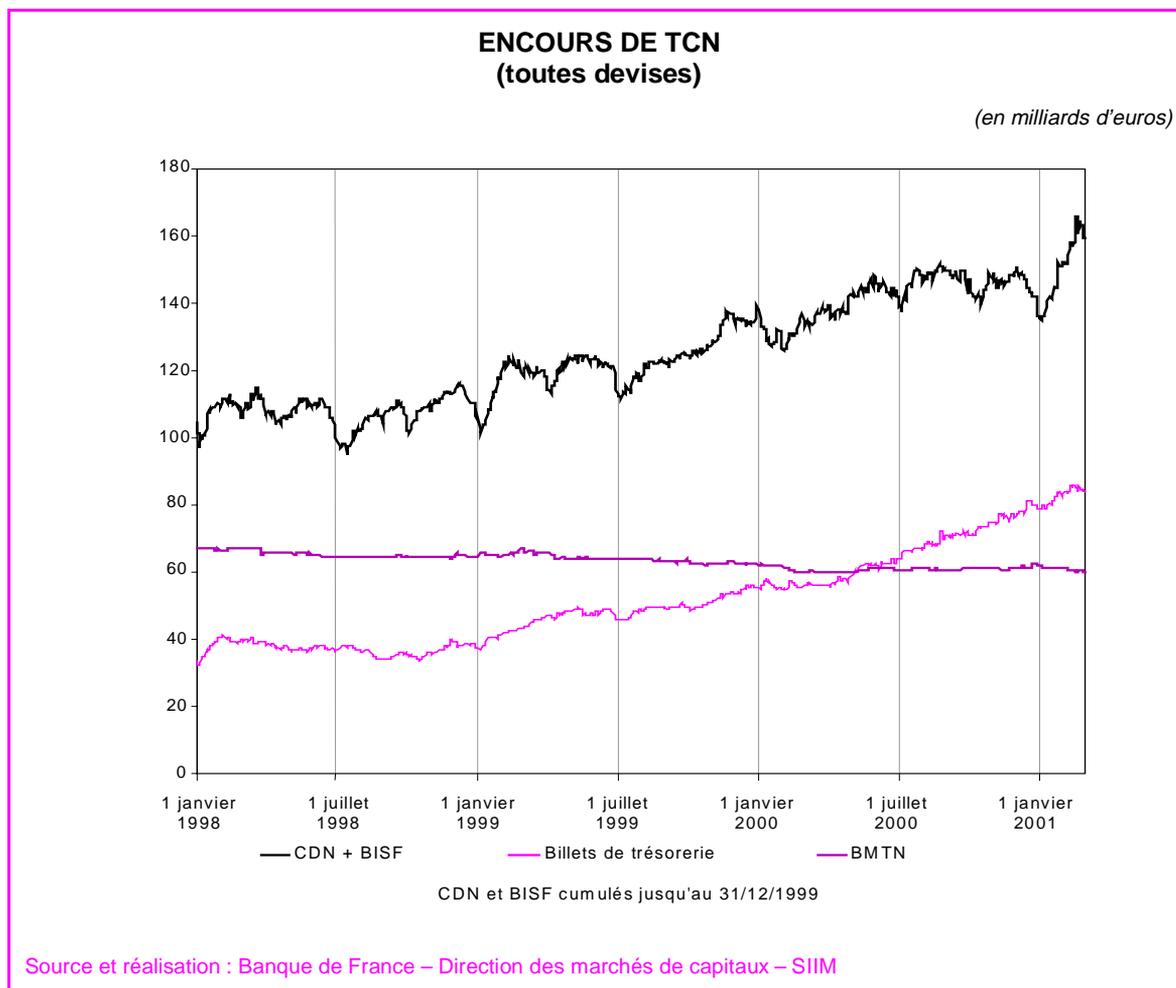
4.4.3. Les titres de créances négociables

TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES			
<i>(encours moyen mensuel en milliards d'euros – variations en pourcentage)</i>			
	1999	2000	Variations
Certificats de dépôt (CD)	122,6	142,6	16,3 %
Billets de trésorerie (BT)	48,4	65,9	36,2 %
Bons à moyen terme négociables (BMTN)	63,7	60,2	– 5,5 %
Total	234,7	268,7	14,5 %

Source et réalisation : Banque de France – Direction des marchés de capitaux – SIIM

L'encours des titres du marché monétaire a de nouveau enregistré en 2000 une progression sensible. Comme en 1999, celle-ci a résulté de la croissance des titres de créances négociables à court terme, billets de trésorerie et certificats de dépôt. L'encours de bons à moyen terme négociables (BMTN) a continué, en revanche, de s'éroder. Outre le passage à l'euro et la mise en place de l'UEM, les modifications réglementaires entrées en application début 1999 ont largement contribué au développement du marché domestique des TCN en libéralisant les conditions d'émission et en favorisant l'ouverture européenne et internationale du marché.

Les encours à fin décembre 2000 atteignaient respectivement 136 milliards d'euros pour les certificats de dépôt, 78,8 milliards pour les billets de trésorerie et 61,6 milliards pour les bons à moyen terme négociables.



Par catégorie de titres, l'année sous revue s'est traduite par les évolutions suivantes :

- sur l'ensemble de l'année 2000, l'encours de certificats de dépôt (CD) a, de nouveau, enregistré une progression sensible, atteignant près de 150 milliards d'euros en milieu de période avant de décroître, comme à l'accoutumée, dans le dernier mois, en raison notamment des ajustements de bilan. Comme en 1999, certaines banques de groupes industriels ont utilisé les nouvelles possibilités de certificats de dépôt à très court terme pour rémunérer la trésorerie du groupe ;
- grâce à l'arrivée de nouveaux émetteurs, notamment étrangers, et à la poursuite des opérations de croissance externe, le dynamisme du compartiment des billets de trésorerie (BT) s'est confirmé en 2000 ainsi qu'en témoigne l'évolution des encours (78,6 milliards d'euros au 31 décembre, soit 42% de progression annuelle) et des volumes d'émissions. Les volumes annuels d'émission ont continué à progresser de façon spectaculaire, passant de 432 milliards en 1999 à 699 milliards d'euros en 2000. La combinaison de la faculté d'émettre des titres à 1 jour et du traitement en temps réel des opérations en valeur jour dans les systèmes de règlement livraison a stimulé le recours au marché français des billets de trésorerie, et renforcé son attrait auprès des grands émetteurs internationaux. Le billet de trésorerie est ainsi devenu un outil efficace de « *cash-pooling* » pour les trésoriers d'entreprise, tout en offrant des opportunités de placement à court terme sur les meilleures signatures d'entreprises non financières.

De surcroît, le marché a tiré profit du développement des montages de titrisation fondés sur des véhicules qui se refinancent par l'émission de billets de trésorerie. Ces opérations participent

du dynamisme du marché en produisant des titres hautement sécurisés et, de ce fait, très bien notés. Fin décembre 2000, on recensait 16 émetteurs « titriseurs », dont 14 non-résidents, qui représentaient 16% de l'encours global à cette date.

Le marché français devance très largement les autres marchés domestiques d'Europe dont les encours au 30 septembre 2000, selon la BRI¹⁶, s'élevaient respectivement à 26,9 milliards d'euros pour le Royaume-Uni, 18,5 milliards pour la Suède, et 13,8 milliards pour l'Allemagne.

- Les bons à moyen terme négociables ont continué, pour leur part, d'évoluer à rebours des autres compartiments de marché des TCN, enregistrant, comme l'année précédente, une légère baisse de leur encours (60,2 milliards d'euros en fin d'année). Il convient de noter que ce compartiment de marché continue d'être sollicité principalement par les établissements de crédit résidents.

Principales caractéristiques des programmes et des titres de créances négociables

Durée des émissions

ÉMISSIONS		
<i>(en pourcentage)</i>		
Durées	CD	BT
1 à 9 jours	55	34
10 à 19 jours	5	2
20 à 40 jours	19	38
41 jours à 3 mois	8	13
+ 3 mois à 6 mois	11	12
+ 6 mois à 1 an	2	1
TOTAL	100	100
Source et réalisation : Banque de France Direction des marchés de capitaux – SIIM		

ÉMISSIONS	
<i>(en pourcentage)</i>	
Durées	BMTN
1 an 1 jour à 2 ans	30
+ 2 ans à 3 ans	25
+ 3 ans à 5 ans	29
+ 5 ans à 7 ans	5
+ 7 ans	11
TOTAL	100
Source et réalisation : Banque de France Direction des marchés de capitaux – SIIM	

La structure des émissions de titres courts (CD et BT) se caractérise toujours par la prédominance des durées les plus courtes (inférieures à 40 jours). Les émissions d'une durée initiale de moins de 10 jours, autorisées depuis le 1^{er} janvier 1999, sont pour l'essentiel des émissions d'une durée de 24 heures.

Sur le marché des BMTN, les échéances inférieures à 5 ans sont traditionnellement les plus usitées. Elles ont représenté 84% des émissions de l'année contre 76% en 1999.

Rémunération

Les émissions à taux variable, autorisées pour les titres courts depuis le début de l'année 1999, se sont à nouveau développées et ont représenté en 2000 un tiers des émissions de billets de trésorerie, 23% des émissions de certificats de dépôt et 53% des émissions de BMTN. Le recours

¹⁶ Les statistiques fournies par la BRI concernant le papier commercial domestique recensent les billets de trésorerie émis par les entreprises et ceux émis par des institutions financières.

aux produits structurés, qui s'était fortement accru en 1999, pour les BMTN a sensiblement diminué (9% des émissions de 2000 contre 25% en 1999).

Monnaies d'émission

Les TCN sont émis très largement en euros ; les émissions en francs français ont disparu pour les BT et sensiblement diminué pour les CD et les BMTN.

Notation des programmes

La proportion d'émetteurs notés est relativement stable d'une année sur l'autre : 44% des émetteurs de certificats de dépôt et 77% des émetteurs de billets de trésorerie bénéficiaient d'une notation en 2000. Les encours de ces émetteurs représentent 92% du total des certificats de dépôt et 91% des billets de trésorerie.

Souscripteurs

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS DE TCN PAR CATÉGORIES DE SOUSCRIPTEURS EN 2000			
<i>(ventilation en pourcentage)</i>			
	CD	BT	BMTN
Établissements de crédit	26,7	52,5	64,8
OPCVM	25,8	21,2	13,6
Assurances, caisses de retraite, mutuelles	9,2	0,9	2,3
Entreprises industrielles et commerciales	31,3	21,5	13,8
Administrations	1,7	0,0	0,8
Ménages et associations	1,4	0,0	0,4
Non-résidents zone euro	2,4	1,5	1,3
Non-résidents hors zone euro	1,5	2,4	3,0

Source et réalisation : Banque de France – Direction des marchés de capitaux – SIIM

Globalement, la répartition des TCN par catégorie d'investisseurs traduit toujours la prépondérance des établissements de crédit. Toutefois, le fait marquant de l'année écoulée dans les souscriptions de billets de trésorerie, réside dans la montée en puissance des OPCVM (21,1% des montants émis contre 13,1% en 1999). En ce qui concerne les certificats de dépôt, les entreprises industrielles et commerciales restent la première catégorie de souscripteurs, cependant que les OPCVM voient également leur part augmenter (25,8% en 2000 contre 22,1% en 1999) et se rapprocher de celle des établissements de crédit (les cessions entre ces deux catégories étant au demeurant très fréquentes).

4.4.4. Le marché des produits dérivés

Au cours de l'année 2000, l'activité observée sur les produits dérivés de taux et boursiers s'est inscrite en nouvelle progression tant sur les marchés organisés que sur les marchés de gré à gré.

L'activité sur les marchés organisés

En Europe, les marchés organisés ont connu sur l'année 2000, selon la dernière étude menée par la Banque des règlements internationaux¹⁷, une nouvelle hausse d'activité avec une progression de l'ordre de 18% des volumes traités en termes de lots échangés. Au total, plus de 700 millions de contrats ont été échangés, produits dérivés de taux et actions confondus. Compte tenu de la vive concurrence exercée par les produits de gré à gré (*swaps* en particulier) sur les produits standardisés, cet accroissement apparaît très significatif.

Les volumes échangés sur les contrats et options sur taux courts ont de nouveau enregistré une hausse marquée. Le marché à terme organisé de Londres, le Liffe, a confirmé sa prédominance avec une hausse de 63% des volumes traités sur les contrats Euribor 3 mois, soit un total de 58 millions de contrats échangés au cours de l'année. En 2000, 98% des contrats Euribor ont été traités sur le Liffe, au lieu de 86% en 1999, le marché se taillant la part du lion au détriment de son principal concurrent, le marché organisé allemand Eurex.

L'activité sur contrats et options de taux longs a également progressé au cours de l'année 2000. Le marché Eurex, prépondérant sur ce segment, a affiché une hausse des volumes supérieure à 100% sur les contrats Schatz avec 43 millions de contrats traités et une progression de 20% sur les contrats Bobl avec 62 millions de contrats échangés. L'activité sur contrat Bund a crû à un rythme plus modéré, avec une progression de 5% des volumes échangés (151 millions de contrats). Le volume des échanges sur contrats et options de taux longs a également progressé s'agissant des instruments cotés par Matif SA/ParisBourse, devenus Euronext. Ainsi, le contrat notionnel a connu un regain d'intérêt avec 43 millions de contrats échangés en 2000 contre 6 millions en 1999. Les efforts entrepris par les banques françaises, en assurant à travers (Matif Intervention Bancaire/MIB) la liquidité de l'instrument, ont permis de redynamiser le contrat. Toutefois, on a noté une mise en sommeil progressive de ce contrat au premier semestre 2001.

L'activité sur les produits dérivés boursiers a affiché en Europe une progression de 14% des volumes traités au cours de l'année. Au total, la part de ces produits dérivés boursiers négociés sur les marchés organisés européens est restée stable à 7,5% des capitaux traités contre 92,5% pour les produits de taux. La place de Paris a confirmé sur l'année 2000 sa prépondérance sur ce segment avec une hausse de 11% des volumes traités sur contrats fermes et optionnels, soit un total de 193 millions de contrats traités sur un volume total d'activité de 236 millions de contrats. Tous contrats confondus, le produit phare de la place parisienne reste le contrat optionnel sur CAC 40 (84 millions de lots échangés en 2000). En ce qui concerne les volumes enregistrés sur indices européens, ceux-ci ont de nouveau fortement augmenté au profit de l'indice Eurostoxx 50 (restreint aux valeurs de la zone euro). Celui-ci fait l'objet d'importants volumes, sans commune mesure avec ceux échangés sur l'indice Stoxx 50 (qui inclut des valeurs hors zone euro). L'activité sur ces contrats s'est concentrée sur le marché allemand Eurex où, au cours de l'année, les volumes échangés sur le contrat *future* Eurostoxx ont plus que doublé pour atteindre 14 millions de contrats traités, soit un niveau supérieur à celui enregistré sur le contrat *future* DAX (11 millions de contrats échangés).

L'activité sur les marchés de gré à gré

Les marchés de gré à gré ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu, soit selon les derniers chiffres publiés par la Banque des règlements internationaux, une augmentation de l'activité de quelque 15% dans le monde. Ce sont les instruments de taux d'intérêt de gré à gré qui affichent la plus forte progression (+ 20% en termes de capitaux notionnels échangés) grâce,

¹⁷ Rapport trimestriel Banque des règlements internationaux – Mars 2001.

notamment, au fort développement des « *swaps* » de taux. Selon cette même étude, l'activité liée aux instruments de taux d'intérêt de gré à gré libellés en euro a progressé sur douze mois de 30%.

Dans la zone euro, le fort développement de l'activité de gré à gré sur dérivés de taux courts, notamment les *swaps* de maturité inférieure à un an, a été récemment confirmé par une enquête conduite au sein de l'Eurosystème auprès d'un échantillon de grandes banques : le marché des « *swaps* » interbancaires de taux d'intérêt euro a ainsi plus que doublé en 2000, sous l'effet notamment du développement spectaculaire de l'activité sur « *swaps* » indexés sur EONIA (« *Overnight interest rate swap* »). Le marché est actif, non seulement sur les échéances les plus courtes où l'activité a plus que triplé, mais aussi sur les opérations à plus d'un mois, où les volumes l'emportent largement sur ceux enregistrés sur le marché des prêts en blanc et sur celui de la pension livrée.

Sur les échéances plus longues, les instruments de taux de gré à gré ont également connu une forte expansion. L'utilisation des « *swaps* » de taux d'intérêt, notamment dans les opérations de couverture des émissions et des investissements sur les obligations privées, progresse continuellement au détriment du recours aux titres d'État et aux contrats à terme y afférents.

Fiche thématique

n° 4.a.

LE RÔLE DES VALEURS TECHNOLOGIQUES DANS L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS

Le retournement observé durant l'année 2000, tant sur les marchés des valeurs traditionnelles que sur ceux des valeurs technologiques, a conduit à s'interroger sur l'ampleur de la correction réalisée ainsi que sur les liens entre les divers marchés. Les résultats empiriques présentés ci-dessous montrent que, dans leur ensemble, les marchés actions ont, dans une certaine mesure, corrigé leur surévaluation. En outre, les turbulences observées en 2000 ont renforcé les liens entre les différents marchés des seules valeurs technologiques. Les liaisons entre les indices globaux et technologiques sont, en revanche, plus complexes et plus délicates à analyser. Ainsi, en fin de période, l'indice des valeurs traditionnelles est moins sensible aux fluctuations des valeurs technologiques aux États-Unis qu'en Europe.

1. Données générales

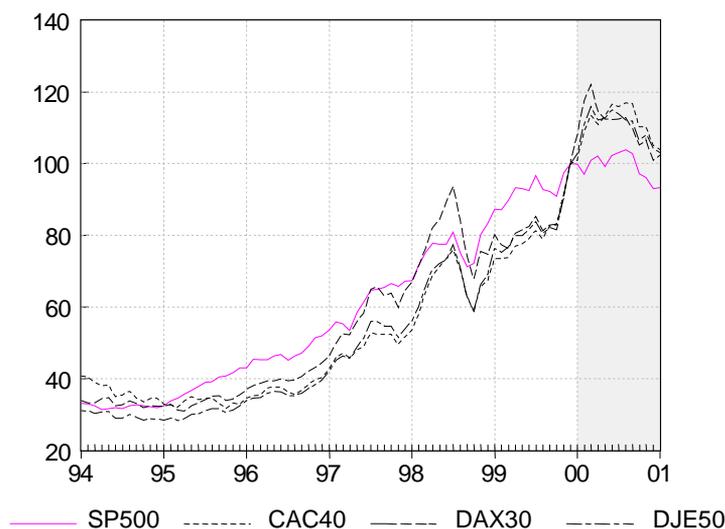
L'année 2000 se caractérise par un retournement de tendance des principales places boursières vers la fin de l'été. Sur le marché américain, dès octobre 2000, le SP500 et le Nasdaq sont passés en dessous de leurs niveaux de décembre 1999 (graphiques 1 et 2). Toutefois, le recul du Nasdaq a été particulièrement violent : à la fin 2000, il a reculé de près de 25% par rapport au niveau atteint un an plus tôt. L'indice synthétique des valeurs technologiques a connu une évolution similaire à celle du Nasdaq en affichant notamment sa rupture pratiquement à la même période (graphique 2)¹. À la fin 2000, les valeurs technologiques ont baissé de plus de 30% par rapport à leur niveau de décembre 1999.

¹ L'indice des valeurs technologiques (*Telecom media, information and technology*) est un indice composite calculé par Datastream sur une base identique pour les différents pays industrialisés et pour lequel treize sous-secteurs ont été retenus. Ainsi, les entreprises sont regroupées dans chacun des treize secteurs suivants : *Computer hardware, Semiconductors, Telecom equipment, Computer service, Internet, Software, Telecom fixed line, Telecom wireless, Broadcasting, Cable & satellite, Media agencies, Photography, Publishing & printing.*

Sur les marchés européens (CAC40, DAX30 et DJE50), les indices généraux ont affiché globalement le même profil que le SP500 (graphique 1). En revanche, les niveaux atteints en décembre 2000 sont restés légèrement supérieurs à ceux de décembre 1999, hormis en ce qui concerne le DAX. Le ralentissement observé sur le SP500 dès la fin de 1999 ne s'est retrouvé dans les indices européens que vers le milieu de l'année 2000. Ceci pourrait traduire l'existence d'un phénomène de contagion qui se manifeste avec un léger décalage et une intensité plus ou moins forte.

GRAPHIQUE 1 : INDICES BOURSISERS GÉNÉRAUX

(Base 100 = décembre 1999)

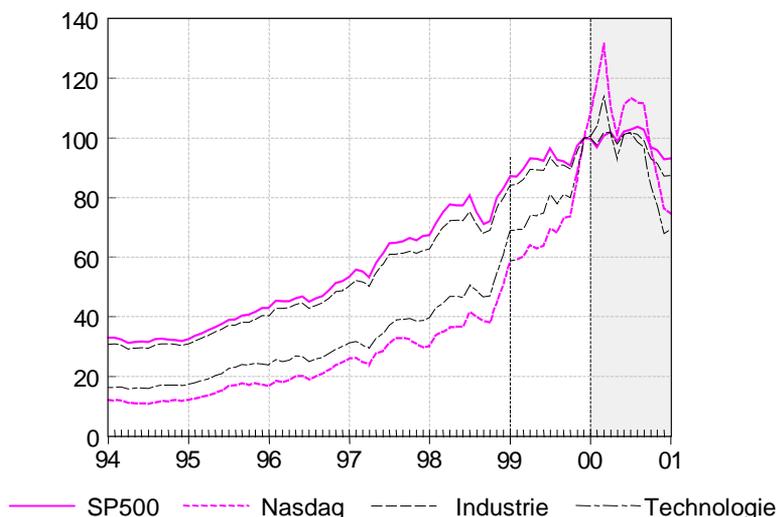


Source : Datastream

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

GRAPHIQUE 2 : INDICES BOURSISERS AMÉRICAINS

(Base 100 = décembre 1999)



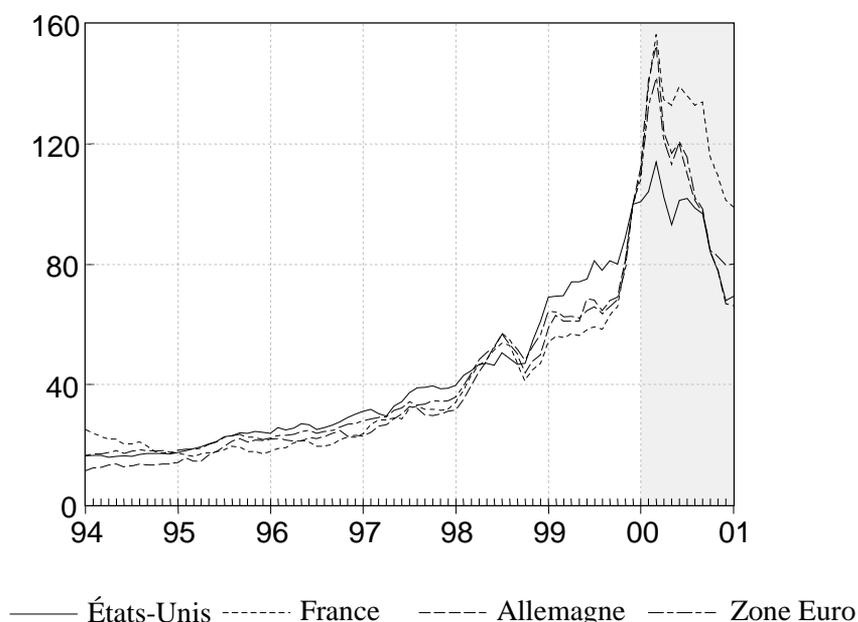
Source : Datastream

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

Ainsi, le CAC40 est passé de 5 613 en décembre 1999 à 5 889 un an plus tard avec un maximum de 6 562 en août (en moyennes mensuelles). Le Dax30 est passé de 6 400 à 6 456 avec un point haut à 7 812 en mars 2000. Les valeurs technologiques de la zone euro ont suivi d'assez près leurs homologues américaines (graphique 3). Cependant, les valeurs technologiques françaises se sont relativement bien tenues et sont les seules à retrouver, en fin 2000, leurs niveaux de décembre 1999 (graphique 3). Toutes ces valeurs ont atteint leur maximum en mars 2000 mais c'est dans la zone euro que le mouvement de hausse a été le plus sensible. Par ailleurs, dans le cas français, on a observé un certain parallélisme entre les évolutions du CAC40 et celles des valeurs technologiques. Ceci a sans doute tenu au poids, notamment à cette période, des entreprises de valeurs technologiques dans le CAC40.

GRAPHIQUE 3 : INDICES DES VALEURS TECHNOLOGIQUES

(Base 100 = décembre 1999)



Source : Datastream

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

Pour comprendre cette évolution des marchés boursiers on peut adopter la démarche simple fondée sur l'approche par les PER (*Price earning ratio*, voir encadré). Selon cette dernière, on peut établir une relation approximative entre l'écart du taux d'intérêt sans risque (ici le taux à 10 ans des obligations d'État) diminué de l'inverse du PER et le taux de croissance des bénéfices corrigé de la prime de risque sur le marché actions. Dans ce cadre, le taux de croissance des bénéfices corrigé de la prime de risque apparaît comme une variable d'intérêt pour l'analyste. Or, elle n'est pas observée. Cependant, une étude de l'écart entre le taux à 10 ans et l'inverse du PER (plus précisément l'inverse de $(1+PER)$, c'est-à-dire $i - \frac{1}{1+PER}$) permet d'estimer la valeur anticipée de la précédente variable d'intérêt.

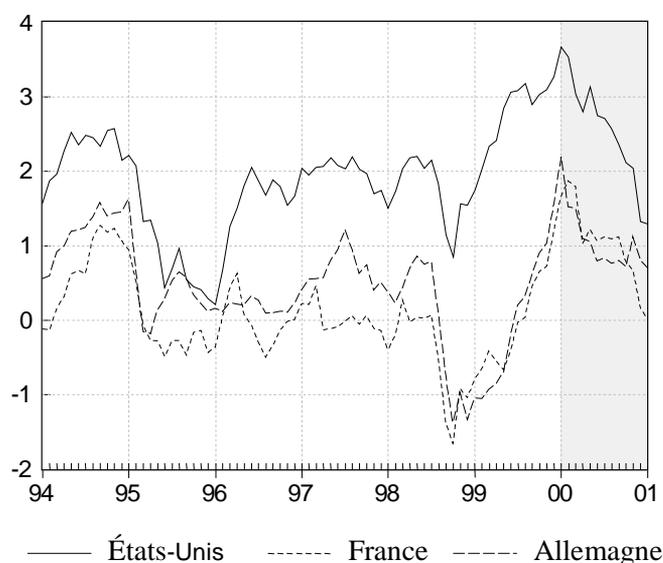
Le graphique 4 décrit l'évolution des écarts entre le taux à 10 ans et l'inverse du PER sur les principaux marchés étudiés. On y constate l'un des plus forts retournements de ces dernières années. En supposant que la prime de risque n'a pas augmenté très fortement en 2000 par rapport à

l'année précédente, on peut affirmer que la baisse de cet écart est imputable à des anticipations moins favorables sur l'évolution des bénéfices des entreprises. En outre, cette orientation des écarts n'est pas uniquement imputable à un retournement des anticipations mais a été obtenue sous l'effet conjoint d'un très net recul du PER (graphique 5) et d'une légère détente observée sur les marchés obligataires.

Le PER américain s'est inscrit dans une tendance à la baisse, compatible avec les projections réalisées sur l'économie américaine dès le début du second semestre 1999. Le recul des PER européens a commencé plus tard, au début 2000, la conjoncture européenne étant relativement plus favorable. La situation conjoncturelle des pays de la zone euro étant plus favorable, le recul du PER pourrait également être interprété comme un « effet de contagion » dû à la dégrise observée à Wall Street. Le même diagnostic peut être établi sur l'évolution des marchés de valeurs technologiques. Seule l'amplitude des variations sépare les indices généraux des valeurs technologiques.

GRAPHIQUE 4 : ÉCARTS ABSOLUS EN POINTS DE POURCENTAGE ENTRE TAUX À 10 ANS ET L'INVERSE DU PER ²

(Indices généraux)



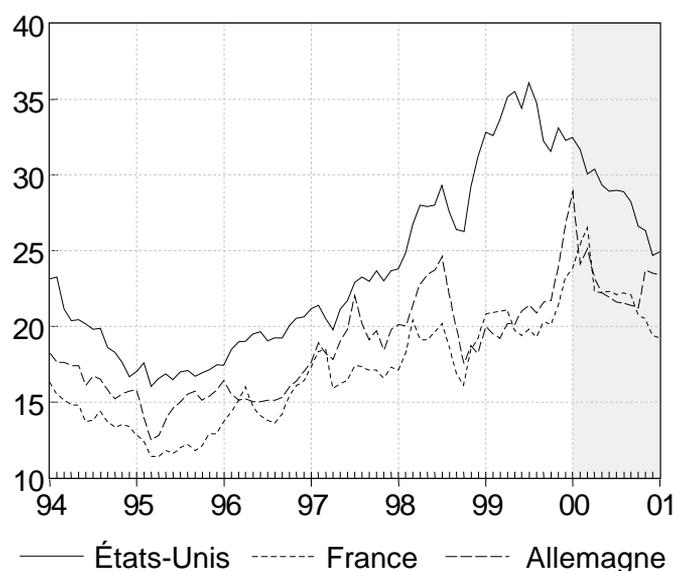
Source : Datastream

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

² Le PER français estimé par Datastream couvre un champ plus large que celui du CAC40 pour lequel le PER n'est pas calculé.

GRAPHIQUE 5 : PER DES PRINCIPALES PLACES

(Indices généraux)



Source : Datastream

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

2. Quels diagnostics sur les marchés actions pour l'année 2000 ?

En se fondant sur l'approche par le PER, présentée dans l'encadré ci-dessus, on peut évaluer un niveau de référence (ou niveau théorique) du PER sous certaines hypothèses. Ce calcul du PER de référence permet d'estimer le positionnement du marché par rapport à son niveau de référence. Compte tenu de la relation existant entre le PER et le cours d'une action, une surévaluation du PER correspond à celle du cours. En reprenant la relation définie entre le taux de croissance des bénéfices corrigé de la prime de risque ($g - \pi$) et l'écart entre le taux d'intérêt sans

risque et l'inverse du PER ($i - \frac{1}{1 + PER}$), on constate qu'en fixant la valeur de référence du taux

sans risque et celle de ($g - \pi$), on peut calculer le niveau théorique du PER par simple inversion de la relation de base³. L'année 2000 se caractérise pour l'ensemble des marchés par une très forte correction de l'écart entre les PER théorique et observé (graphique 6). Rappelons que 1999 avait été considérée comme une année exceptionnelle au sens où les principaux marchés étaient très

³ C'est la valeur courante du taux des obligations d'État à 10 ans qui sert de référence au taux sans risque. Pour calculer la valeur de référence de ($g - \pi$), on a supposé qu'il existe une période stable, sans chocs majeurs, à laquelle on a observé un taux de croissance des bénéfices compatible avec le niveau de référence du PER. L'année 1995 est retenue comme période « normale ». ($g - \pi$) qui est une variable non observée est approchée comme on l'a déjà signalé par l'écart entre le taux d'intérêt sans risque et l'inverse du PER. La valeur de référence de ce taux de croissance ajusté est sa valeur moyenne sur l'année 1995. Le choix de cette période de référence est un peu arbitraire mais est fondé, en partie, sur l'observation du marché américain. L'année 1995 n'est pas forcément une référence pertinente pour les valeurs technologiques en raison de problème de liquidité d'un marché naissant.

largement surévalués (cf. rapport du CNCT, 1999)⁴. Si une correction était attendue, son ampleur n'avait pas été anticipée.

Dans l'approche par le PER, le prix d'une action (P_t) est défini de la façon suivante :

$$P_t = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{B_{t+j}}{(1+i+\pi)^j}$$
. Où B_t , i et π représentent respectivement le bénéfice, le taux d'intérêt nominal sans risque et la prime de risque actions. Si le bénéfice croît à un rythme constant g et si $\frac{1+g}{1+i+\pi} < 1$ alors $B_{t+j} = B_t(1+g)^j$ et

$$P_t = B_t \sum_{j=1}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+i+\pi} \right)^j. \text{ Comme } PER = \frac{P_t}{B_t}, PER = \left[\frac{1}{1 - \frac{1+g}{1+i+\pi}} - 1 \right] \text{ et donc } PER+1 = \frac{1+\pi+i}{i+\pi-g}.$$

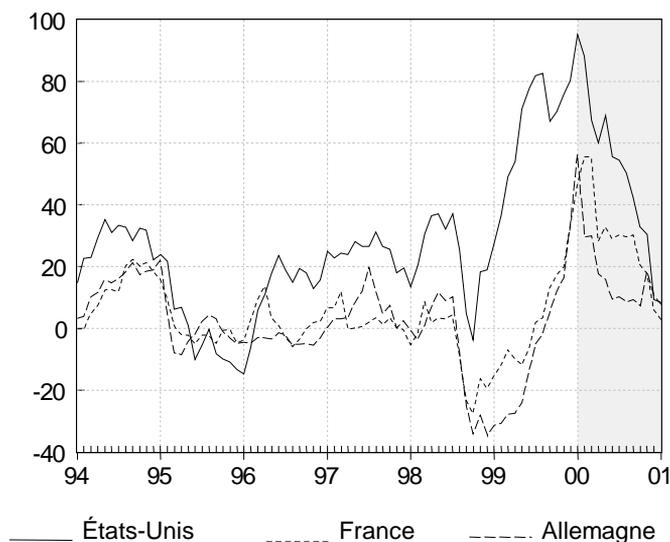
Si $i+\pi \ll 1$, alors $g - \pi \approx i - \frac{1}{1+PER}$.

Sur le marché américain par exemple, quelques mois ont suffi pour retrouver une situation plus « raisonnable », relativement proche de l'équilibre : en janvier 2000, la surévaluation du SP500 était de l'ordre de 100% contre environ 9% en décembre 2000 (soit une valeur proche de celles observées à la fin 1998). Toutefois, il convient de rappeler qu'il n'y a pas, début 2001, de consensus sur la convergence vers l'équilibre de ces marchés. Si les marchés européens ont également atteint un niveau proche de l'équilibre à la fin de la période sous revue, la correction a été cependant moins sévère : d'une surévaluation proche de 50% en début de période, le déséquilibre était devenu négligeable en décembre 2000 (5% pour le marché français et 10% pour son homologue allemand).

⁴ S. Avouyi-Dovi et P. Jacquinot (1999) « Une mesure d'un indicateur de référence sur le marché actions : cas des marchés américain et européens », Rapport annuel du CNCT.

GRAPHIQUE 6 : ÉCARTS ENTRE PER OBSERVÉS ET LEURS NIVEAUX THÉORIQUES

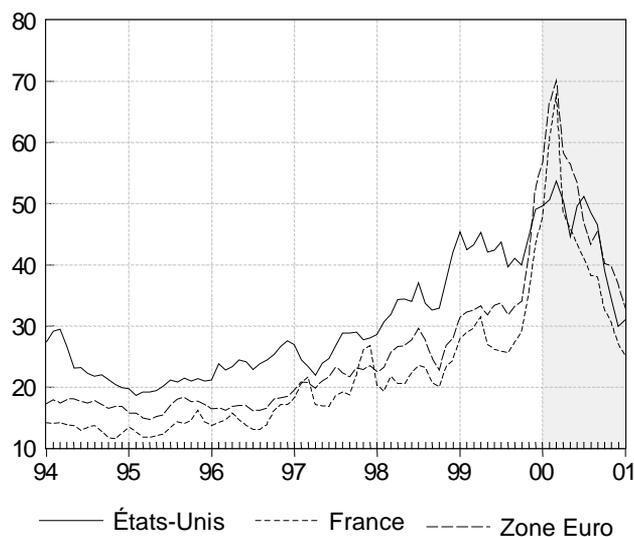
(Indices généraux, année de référence = 1995)



Source : *Datastream*

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

GRAPHIQUE 7 : PER DES VALEURS TECHNOLOGIQUES ⁵



Source : *Datastream*

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

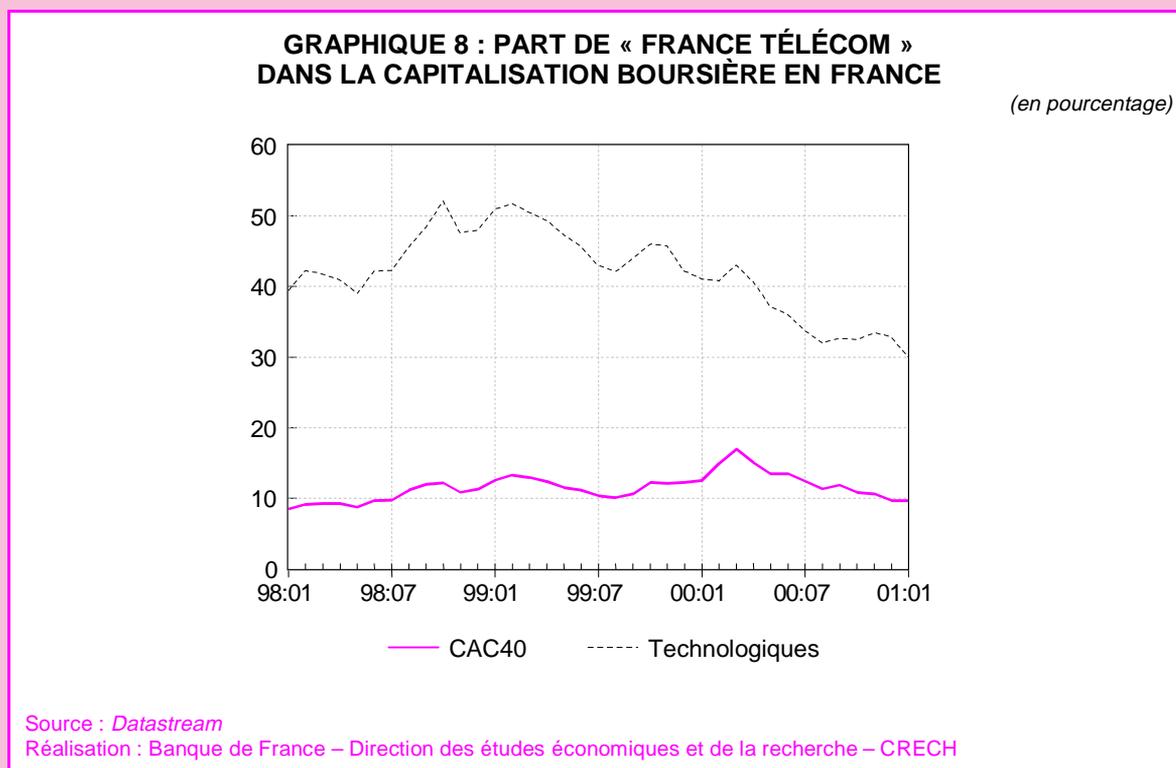
Les évolutions sur les marchés des valeurs technologiques américaines et européennes ont été encore plus marquées. Ces marchés ont atteint leur « apogée » (en termes de surévaluation) en

⁵ Le PER des valeurs technologiques allemandes fournies par *Datastream* contient certaines valeurs aberrantes. C'est la raison pour laquelle nous avons préféré le remplacer par le PER de la zone euro sur ce graphique.

mars 2000 avant d'enregistrer une très sévère correction, particulièrement marquée en Europe. Le mouvement a été d'autant plus sensible en Europe que la montée avait été particulièrement rapide (graphique 7). Alors qu'on s'interroge de plus en plus sur le rôle des nouvelles technologies et des innovations sur l'activité économique en général et, en particulier, sur le comportement des marchés financiers, l'effondrement de ces valeurs en 2000 soulève la question de l'intensité des liens entre les différents compartiments des marchés actions⁶.

3. Observe-t-on un renforcement de lien entre les marchés des valeurs technologiques et ceux des valeurs traditionnelles sur la période récente ?

Comme déjà signalé dans les deux premières parties, les principales places boursières ont été globalement orientées à la baisse au cours de l'année 2000. Cette tendance a été particulièrement marquée sur les marchés des valeurs technologiques. Les profils en phase de ces places ont conduit à s'interroger sur les mécanismes de transmission des chocs sur les marchés boursiers. Certains travaux montrent que les corrélations entre les marchés tendent à augmenter dans des phases de fortes turbulences⁷. De ce fait, il semble opportun de vérifier si l'intensité du lien entre les différentes places est devenue plus forte sur la période récente.



⁶ F. Mishkin and P. Strahan (1999) « *What will technology do to financial structures* », NBER Working paper 6892. B. Crépon et N. Iung (1999) « *Innovation, emploi et performances* », INSEE, Document de travail G9904.

⁷ Boyer, B.H., M.S. Gibson and M. Loretan (1997) « *Pitfalls in tests changes in correlations* », Board of governors of the Federal reserve system, IFDP 597. A.K. Bera and S. Kim (1996) « *Testing constancy of correlation with an application to international equity returns*, CIBER, Working paper 96-107. K. Forbes and R. Rigobon (1999) « *No Contagion, only interdependence : measuring stock market co-movements* », NBER, Working Paper 7267.

Pour illustrer l'impact de la forte progression d'une valeur technologique sur l'indice général, on étudie l'évolution du poids de France télécom dans le CAC40 (rapport entre la capitalisation boursière de France télécom et celle du CAC40) à plusieurs dates. Nous avons retenu les dates suivantes : mars 1998 (peu après l'introduction en bourse de France télécom), mars 2000 (« zénith » des valeurs technologiques) et décembre 2000 (fin de la période d'étude, graphique 7). En mars 1998, France télécom représentait 9% environ de la capitalisation du CAC40. Deux ans plus tard, alors que les valeurs technologiques atteignaient des sommets, son poids a frôlé 17% pour retomber à 10% environ à la fin 2000. Par ailleurs, le poids de France télécom, calculé cette fois-ci par rapport à la capitalisation des valeurs technologiques, en représente 45%, en moyenne, entre mars 1998 et mars 2000 (avec un minimum à 39% en mai 1998 et un maximum à 52% en février 1999) et fléchit à la fin 2000 (33%).

De ces observations, on peut tirer deux enseignements : les fluctuations du poids de France télécom dans les valeurs technologiques indiquent qu'il existe d'autres firmes du secteur des valeurs technologiques dont les poids ont également fortement varié sur la période étudiée ; le poids important de France télécom dans le CAC40 et ses fortes variations au cours de la période montrent, si besoin est, que cette valeur a eu une influence non négligeable sur le comportement du CAC40. Une analyse similaire effectuée sur le marché allemand entre *Deutsche Telekom* et le DAX conduit aux mêmes conclusions.

Pour analyser les liens entre les indices, nous avons calculé des coefficients de corrélation entre les rendements des différentes places. Pour éviter de détecter des liaisons fallacieuses, les rendements boursiers ont été corrigés de la tendance commune à l'ensemble des rendements⁸. Le calcul des corrélations a été effectué sur une période longue (1994-2000) et deux de ses sous-périodes (1994-1998 et 1999-2000). Compte tenu du faible nombre d'observations de la dernière sous-période, il convient de considérer les résultats avec une relative précaution.

Lorsqu'on compare les corrélations entre les valeurs technologiques des différentes places boursières, on note que c'est sur la période 1999-2000 (sujette à de forts mouvements) que les corrélations sont les plus élevées (autour de 80%) par rapport à celles des périodes 1994-1998 et 1994-2000 (cf. tableau 1). On peut alors en déduire que les liens se renforcent entre les marchés en période de turbulence lorsqu'ils sont de même nature.

⁸ La correction est nécessaire du fait qu'il peut exister une tendance commune à l'ensemble des rendements : l'existence d'une telle tendance conduit mécaniquement à une surestimation des coefficients de corrélation. Il est alors important de corriger les rendements par la même variable afin d'éviter des biais liés au choix de différents instruments de correction. Nous avons supposé que la transmission des chocs allait du marché obligataire américain vers ses homologues européens. C'est donc le taux sans risque américain qui a servi à corriger les rendements des marchés boursiers : le rendement corrigé se définit comme le rendement net du taux sans risque américain. Les nouvelles séries de rendement ainsi obtenues n'ont pas de tendance commune.

TABLEAU 1 : COEFFICIENTS DE CORRÉLATION ENTRE LES RENDEMENTS DES VALEURS TECHNOLOGIQUES*(en pourcentage)*

Indices	Indices de Référence	Périodes		
		1994-1998	1999-2000	1994-2000
Valeurs technologiques				
France	USA	52	80	64
Allemagne	USA	37	79	62
Zone euro	USA	68	78	73
Allemagne	France	59	95	78
Zone euro	France	76	94	84
Zone euro	Allemagne	76	93	87

Source : *Datastream*

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

Pour ce qui concerne les indices généraux des marchés européens, du fait de leur intégration, ils sont naturellement fortement liés et le demeurent même dans des phases de fortes perturbations (tableau 2). Le résultat semble moins probant lorsqu'on rapproche le SP500 des principales valeurs européennes.

TABLEAU 2 : COEFFICIENTS DE CORRÉLATION ENTRE LES RENDEMENTS DES PLACES BOURSIÈRES*(en pourcentage)*

Indices	Indices de Référence	Périodes		
		1994-1998	1999-2000	1994-2000
CAC40	SP500	67	65	64
DAX30	SP500	64	53	60
DJE50	SP500	76	66	72
DAX30	CAC40	85	86	85
DJE50	CAC40	93	96	94
DJE50	DAX30	93	90	92

Source : *Datastream*

Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

Les coefficients de corrélation entre les rendements de valeurs traditionnelles et ceux des valeurs technologiques semblent avoir des « spécificités géographiques » (tableau 3). En Europe où la construction des indices généraux accorde un poids non négligeable aux valeurs technologiques, en général les corrélations se sont accrues mais de manière inégale sur la période 1999-2000. Aux États-Unis, les valeurs technologiques semblent subir des chocs autonomes non complètement répercutés dans l'indice global. C'est, sans doute, la conséquence d'une plus forte segmentation du marché américain. Dans tous les cas, les valeurs technologiques semblent exercer une influence non négligeable sur l'évolution globale des valeurs traditionnelles mais le lien semble quelque peu renforcé en période de turbulence en Europe. Le diagnostic concernant l'Europe doit être nuancé en

tenant compte du fait que les résultats dépendent très largement du mode de constitution des valeurs rentrant dans le calcul de l'indice général.

TABLEAU 3 : COEFFICIENTS DE CORRÉLATION ENTRE LES RENDEMENTS				
<i>(en pourcentage)</i>				
Indices	Indices de Référence	Périodes		
Valeurs technologiques		1994-1998	1999-2000	1994-2000
France	CAC40	86	88	82
Allemagne	DAX30	73	83	72
Zone euro	DJE50	81	86	75
USA	SP500	88	77	80
USA	Industrie	90	88	87
USA	NASDAQ	96	96	96

Source : *Datastream*
Réalisation : Banque de France – Direction des études économiques et de la recherche – CRECH

Cette étude permet de mettre en exergue le recul observé sur les différents marchés actions des principales places boursières au cours de l'année 2000. D'une manière générale, une certaine similitude apparaît dans l'évolution des marchés américain et européens tant au niveau des valeurs traditionnelles qu'à celui des valeurs technologiques. L'approche adoptée ici permet par ailleurs d'un côté, de noter une large correction ramenant ces marchés vers une situation plus proche de l'équilibre, de l'autre, de relever un renforcement de liens entre les marchés des valeurs technologiques des diverses places. En revanche, les marchés européens de valeurs traditionnelles se distinguent de leur homologue américain en affichant sur la période 1999-2000, une plus forte sensibilité aux variations des valeurs technologiques, en raison, sans doute, d'une plus faible segmentation. Ces premiers résultats devraient cependant être confirmés par les observations des prochaines périodes.

Sanvi AVOUYI-DOVI – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales
Pascal JACQUINOT – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales



Fiche thématique

n° 4.b.

LE RÔLE DE L'EURO SUR LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

Le rôle international de l'euro peut être apprécié grâce aux statistiques de la BRI sous trois angles :

- à l'actif des banques des pays déclarants à la BRI, la part en euro des créances bancaires transfrontières¹ ;
- au passif de ces mêmes banques, la part en euro des engagements bancaires transfrontières ;
- sur les marchés obligataires, la part de l'euro dans les émissions brutes de titres de dette internationaux à plus d'un an.

1. Depuis son lancement, l'euro a renforcé sa position dans les créances bancaires transfrontières au détriment des devises autres que le dollar et la livre sterling

L'euro représente 26,9% des créances bancaires transfrontières fin septembre 2000 contre 24,3% fin 1998 et 27,7% fin 1999. La part du yen (passant de 10,1% à 8,7% du total des créances entre décembre 1998 et septembre 1999) baisse plus vite que celle du franc suisse (revenue de 2,6% à 2,2%). À l'inverse, le dollar poursuit sa progression, représentant 41,3% des créances fin septembre 2000, contre 39,1% fin 1998.

¹ Prêts et titres, hors activité locale en devises tels que déclarés par vingt banques centrales et sept centres extraterritoriaux à la date de rédaction (avril 2001), les dernières statistiques disponibles (rapport trimestriel BRI de mars 2001) mesuraient l'activité bancaire internationale jusqu'à fin septembre 2000, mais jusqu'à fin 2000 pour les émissions obligataires.

RÉPARTITION PAR DEVICES DES CRÉANCES BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES

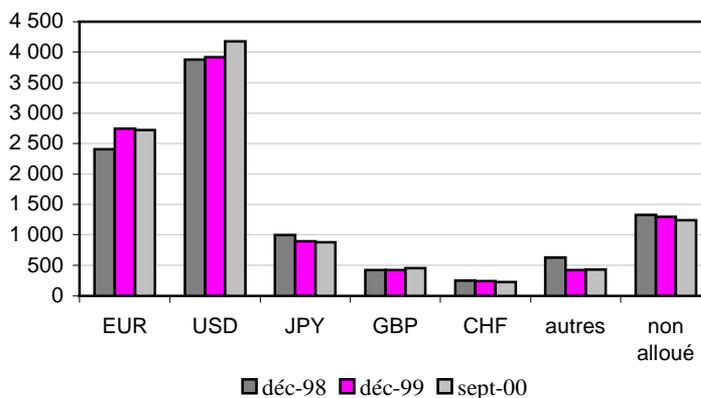
(en milliards de dollars et en pourcentage)

	Décembre 1998		Décembre 1999		Septembre 2000	
	Milliards de dollars	Pourcentage	Milliards de dollars	Pourcentage	Milliards de dollars	Pourcentage
Euro	2 408	24,3	2 745	27,7	2 724	26,9
Dollar	3 876	39,1	3 916	39,5	4 177	41,3
Yen	996	10,1	891	9,0	876	8,7
Livre sterling	418	4,2	420	4,2	449	4,4
Franc suisse	254	2,6	239	2,4	227	2,2
Autres	625	6,3	420	4,2	430	4,2
Non alloué	1 326	13,4	1 294	13,0	1 241	12,3
Total	9 903	100,0	9 926	100,0	10 125	100,0

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

RÉPARTITION PAR DEVICES DES CRÉANCES BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES

(en milliards de dollars)



Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

2. En revanche, la part de l'euro reste stable dans les engagements bancaires transfrontières alors que celle du dollar s'accroît sensiblement

Fin septembre 2000, 22,5% des ressources bancaires transfrontières sont libellées en euro, ce qui représente une grande stabilité par rapport au niveau atteint fin décembre 1998 (22,8%). La part du dollar a progressé, passant de 41,2% des dépôts fin 1998 à 46% en septembre 2000, tandis que celle de la livre sterling s'est légèrement redressée, progressant de 5,6% à 6,1% des engagements sur la période. À l'inverse, les parts respectives du yen (-0,6 point, à 6,6% du total fin septembre 2000) et du franc suisse (-0,5 point, à 2,3%) ont diminué.

RÉPARTITION PAR DEVICES DES ENGAGEMENTS BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES

(en milliards de dollars et en pourcentage)

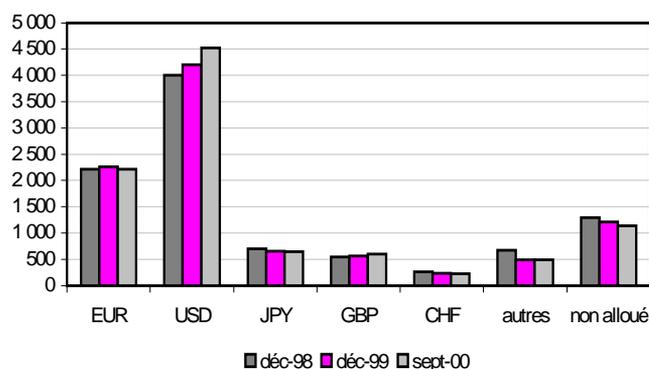
	Décembre 1998		Décembre 1999		Septembre 2000	
	Milliards de dollars	Pourcentage	Milliards de dollars	Pourcentage	Milliards de dollars	Pourcentage
Euro	2 209	22,8	2 263	23,5	2 214	22,5
Dollar	3 996	41,2	4 198	43,7	4 521	46,0
Yen	701	7,2	655	6,8	645	6,6
Livre sterling	546	5,6	561	5,8	599	6,1
Franc suisse	267	2,8	237	2,5	229	2,3
Autres	675	7,0	491	5,1	496	5,0
Non alloué	1 295	13,4	1 207	12,6	1 134	11,5
Total	9 689	100,0	9 612	100,0	9 838	100,0

Source : Banque des règlements internationaux

Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

RÉPARTITION PAR DEVICES DES ENGAGEMENTS BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES

(en milliards de dollars)



Source : Banque des règlements internationaux

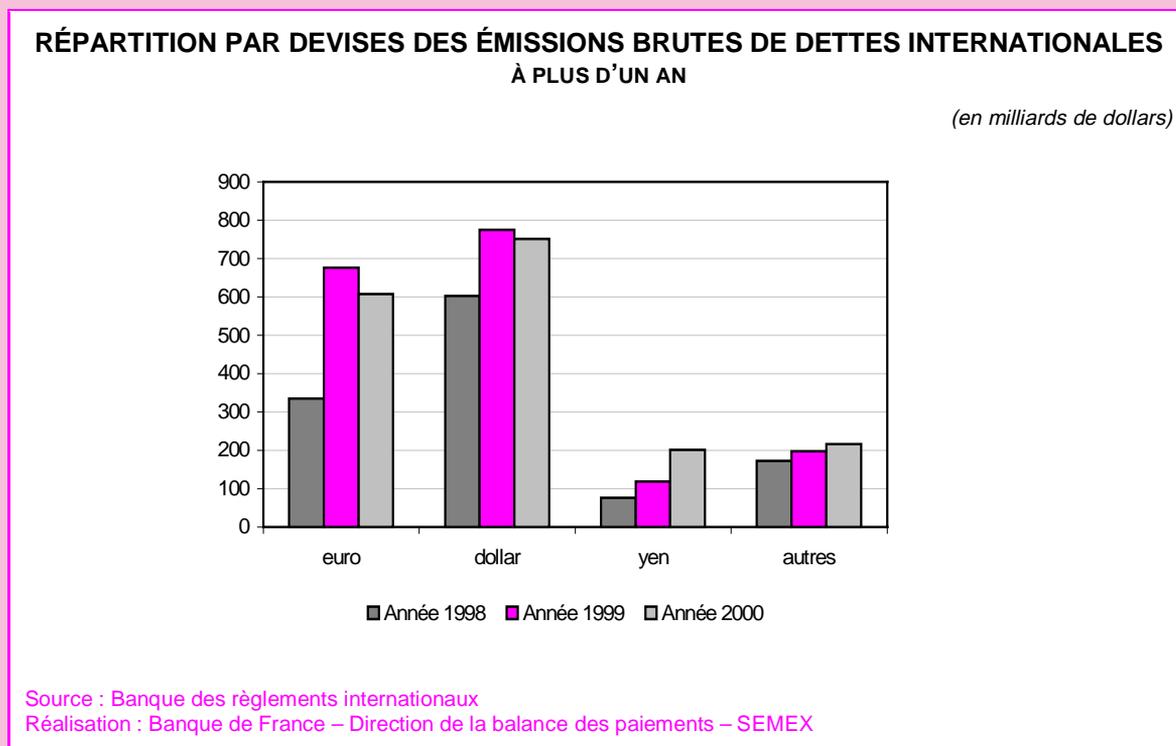
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

3. Parallèlement à l'affirmation du rôle du yen, l'euro a gagné du terrain face au dollar sur les marchés obligataires internationaux

Sur deux ans, la part de l'euro dans les émissions brutes de titres de dette internationaux à plus d'un an a progressé de près de six points, passant de 28,3% en 1998 à 34,2% en 2000. Cette percée de la monnaie unique européenne s'est largement faite aux dépens de la monnaie américaine, puisque la part du dollar, qui représentait 50,8% des émissions en 1998, a baissé de près de 8,5 points en deux ans, revenant à 42,3% en 2000. Dans le même temps, et grâce notamment au niveau très modéré des taux à long terme au Japon, le rôle du yen s'affirmait, la devise japonaise représentant 6,3% des émissions en 1998, puis 11,4% en 2000.

RÉPARTITION PAR DEVICES DES ÉMISSIONS BRUTES DE DETTES INTERNATIONALES À PLUS D'UN AN						
<i>(en milliards de dollars et en pourcentage)</i>						
	Année 1998		Année 1999		Année 2000	
	Euro	335	28,3	677	38,3	607
Dollar	603	50,8	775	43,8	752	42,3
Yen	75	6,3	119	6,7	202	11,4
Autres	173	14,6	198	11,2	216	12,2
Total	1 187	100,0	1 769	100,0	1 778	100,0

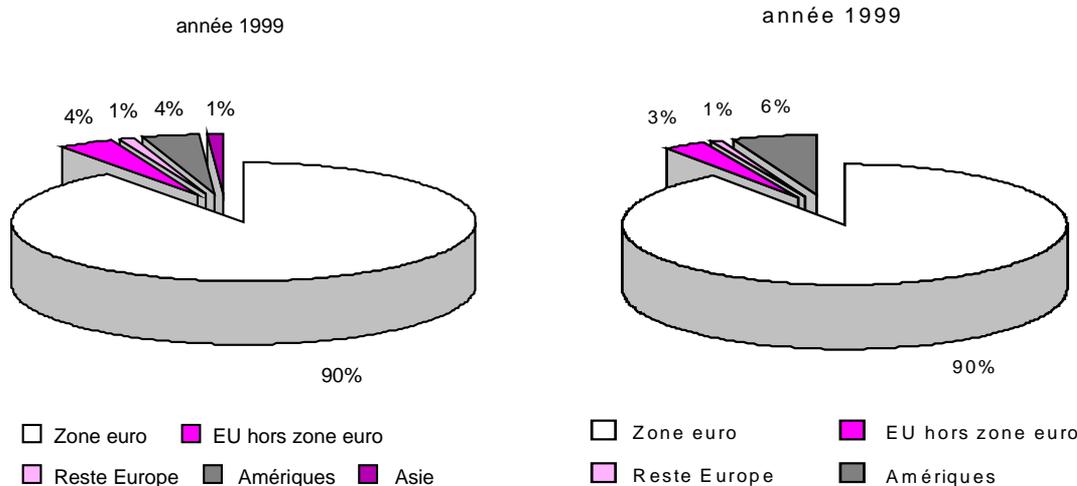
Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX



Cependant, un examen global des émissions entre 1999 et 2000 de titres à revenu fixe en euro, incluant les émissions domestiques et internationales, les titres du marché monétaire et les obligations met en évidence un léger recul des émissions en euros (– 8% selon la Commission européenne).

En revanche, l'origine géographique des émetteurs en euro présente une grande stabilité : la part des émetteurs originaires de la zone euro reste stable et prédominante puisque ces derniers représentent 90% du total des émissions. Par ailleurs, si les émetteurs d'origine asiatique semblent être encore peu présents, on remarque la progression des émetteurs d'origine américaine : outre plusieurs agences américaines, de nombreux émetteurs souverains latino-américains, présents dès 1999 sur le marché de l'euro, ont continué de lever des fonds dans la monnaie européenne, notamment l'Argentine.

ORIGINE GÉOGRAPHIQUE DES ÉMETTEURS EN EURO



Source : Commission européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des marchés de capitaux

Olivier VIGNA – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales
 François HAAS – Banque de France – Direction générale des opérations



Fiche thématique

n° 4.c.

LES ÉVOLUTIONS DES « SPREADS » DE REFINANCEMENT SUR LA ZONE EURO ENTRE MAI 1999 ET DÉCEMBRE 2000

En 1999, avec l'arrivée de l'euro comme monnaie unique, le choix d'une courbe des taux de référence sur le marché s'est posé. Fallait-il continuer à utiliser les courbes de taux des emprunts d'État (OAT ou Bund) qui avaient le désavantage de ne pas être totalement harmonisés ou la courbe de taux, sans risque, de « *swaps* » contre Euribor ?

Les courbes des emprunts d'État comme référence présentent l'inconvénient d'exiger une référence commune pour tous les intervenants de la zone euro.

Rapidement, la courbe des taux de *swaps* contre Euribor s'est imposée d'elle-même à l'ensemble des intervenants de la zone euro.

Synthèse de l'activité des marchés financiers 2000

L'année 2000 aura été marquée par une hausse quasi constante des taux à court terme avec au total six interventions de la BCE faisant passer les taux directeurs de 3% à 4,75%. Sur la même période, les taux à long terme se sont distingués par leur stabilité, entraînant, par conséquent, un aplatissement de la courbe des taux.

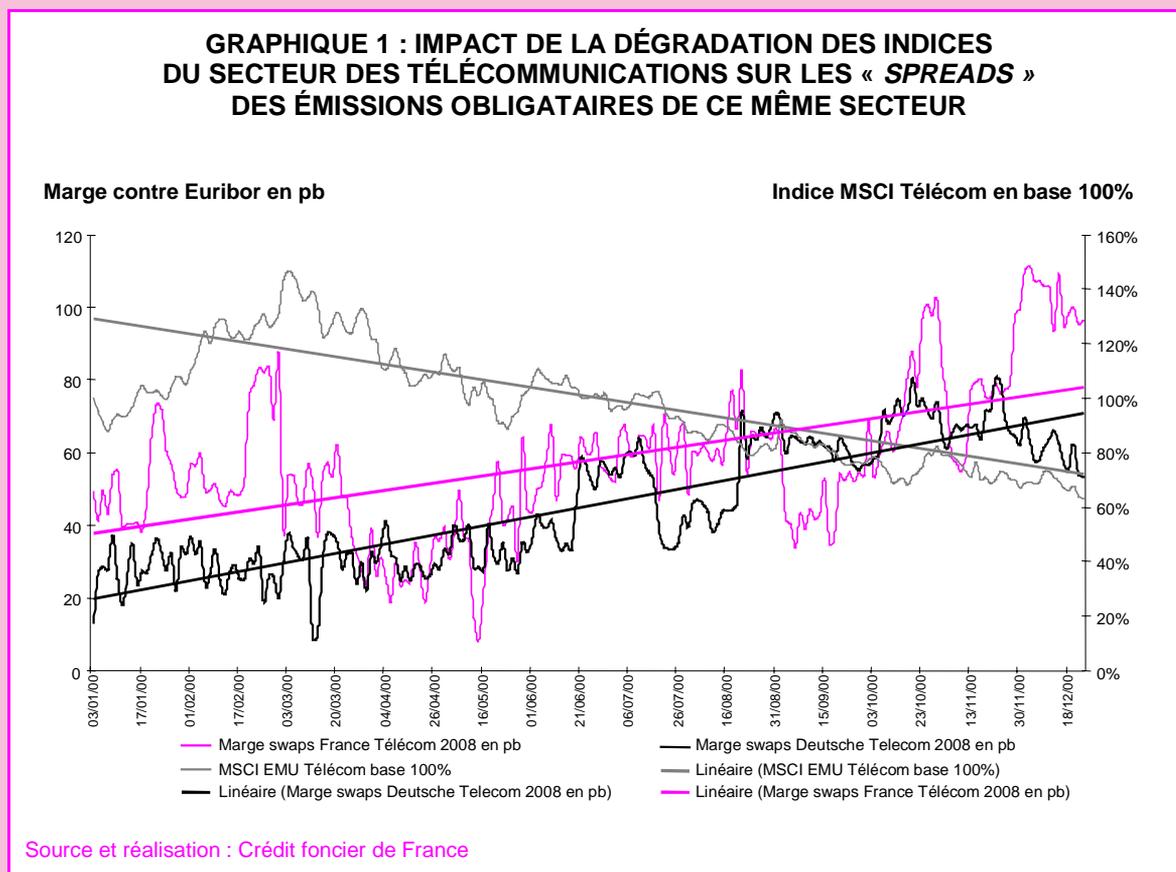
Les taux à court terme se sont stabilisés en fin d'année 2000 et entament dorénavant une certaine détente, appuyée par les anticipations de baisse des « *Fed Funds* » aux États-Unis. Par contre, les taux à long terme sont orientés à la hausse.

Les écarts entre les taux sans risque des « *swaps* » taux fixe contre euribor et les taux des emprunts d'État (« *spreads swaps* ») aux États-Unis se sont accrus et ont largement dérapé dans un climat de hausse des taux à long terme et de forte volatilité des marchés actions. Par effet de contagion, les « *spreads swaps* » dans la zone euro se sont aussi dégradés mais dans une moindre mesure. La partie longue de la courbe a nettement souffert avec des « *spreads swaps* » qui sont passés de 27 à 50 points de base sur la période. Globalement, cette évolution des « *spreads swaps* » est la conséquence de la perception d'un environnement plus risqué, suite au durcissement de la politique monétaire et au renchérissement du prix du pétrole.

Néanmoins, cette évolution des « *spreads* » a été plus ou moins marquée suivant les catégories d'émetteurs.

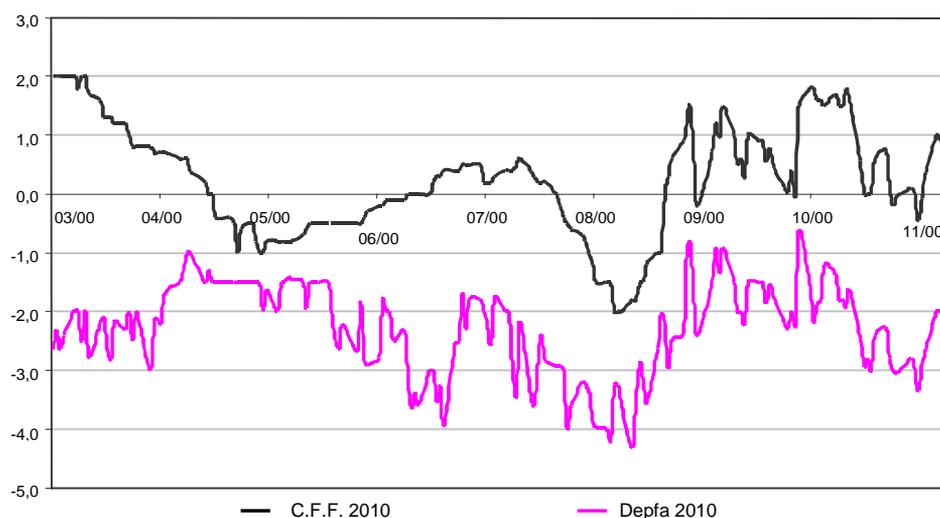
Sous l'impact de l'explosion de la bulle spéculative sur les valeurs technologiques et des flux d'émissions obligataires de ce secteur, les « *spreads swaps* » du secteur des télécommunications se sont élargis de 80 points de base (cf. graphique 1), tandis que les perspectives d'un ralentissement conjoncturel élargissaient les « *spreads* » des émetteurs cycliques (automobile, distribution, énergie) de l'ordre de 40 points de base.

Les émissions sécurisées, quant à elles, se sont bien comportées en restant très stables par rapport à la courbe des swaps (cf. graphique 2).



GRAPHIQUE 2 : ÉVOLUTION DES « SPREAD SWAPS » DES ÉMISSIONS CFF 2010 ET DELPFA 2010

(spread swap en point de base)



Source et réalisation : Crédit foncier de France

Impact d'une politique de désendettement des états sur les obligations foncières

La réduction anticipée du stock d'emprunts d'État sera bénéfique aux autres émetteurs de qualité notés AAA. En effet, face à la relative rareté des titres publics, certains investisseurs (fonds d'investissement, assurance vie) substituent dans leur portefeuille, aux titres publics, des titres du secteur quasi public et du secteur privé de très bonne qualité. Cet accroissement de la demande sera donc bénéfique au « spread » des émissions sécurisées.

Sandrine GUÉRIN – Crédit foncier de France



Fiche thématique

n° 4.d.

L'ÉVOLUTION DES PARTS DE MARCHÉ DES BANQUES FRANÇAISES EN MATIÈRE DE CRÉDIT INTERNATIONAL

Fin septembre 2000 les banques françaises ont, en termes de créances bancaires internationales consolidées, au sens des statistiques établies par la Banque des règlements internationaux¹, une part de marché de 8,1%, ce qui les place au troisième rang mondial derrière l'Allemagne et le Japon. L'exposition des banques françaises reste forte dans les zones Afrique-Moyen-Orient et Asie-Pacifique. La part des agences installées à l'étranger dans le total de bilan des banques françaises progresse, atteignant 21% fin 2000.

1. Les établissements de crédit français sont largement internationalisés

1.1. Activité des succursales à l'étranger

La dimension internationale de l'activité des établissements de crédit français peut être d'abord appréciée à partir de l'activité de leurs agences installées à l'étranger.

En 2000, le total de bilan des établissements de crédit français sur base sociale, qui s'élève à 2 908 milliards d'euros, affiche une diminution de 3% par rapport à 1999. Dans le même temps, le total de bilan de leurs succursales situées à l'étranger augmentait de 3%, atteignant 613 milliards d'euros fin 2000.

¹ À la date de rédaction de cette fiche (avril 2001), les dernières statistiques disponibles de la BRI (rapport trimestriel de mars 2001) concernent l'arrêté du 30 septembre 2000. Ces statistiques, établies avec les banques centrales nationales, ne couvrent pas le hors bilan, agrègent l'activité de prêt et le portefeuille-titre.

ACTIVITÉ INTERNATIONALE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT FRANÇAIS				
<i>(en milliards d'euros)</i>				
	Ensemble de l'activité		Activité des succursales à l'étranger	
	1999	2000 (prov.)	1999	2000 (prov.)
	Ensemble des établissements de crédit	3 007,6	2 907,9	593,6

Source et réalisation : Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire – SEB

Dans ces conditions, la part des agences installées à l'étranger dans le total de bilan des établissements de crédit français est passée de 19,7% fin 1999 à 21,1% fin 2000, attestant d'un accroissement de l'activité internationale des établissements français. Cette évolution est probablement en partie liée à la dépréciation de l'euro par rapport aux autres grandes devises.

1.2. Les investissements directs à l'étranger

Au 31 décembre 1998, la ventilation géographique du stock des investissements directs à l'étranger (IDE) du secteur bancaire résident faisait apparaître le classement suivant :

INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER DU SECTEUR BANCAIRE		
<i>(en milliards d'euros et en pourcentage)</i>		
Pays	Encours d'IDE	Poids
États-Unis	5,9	17,1
Pays-Bas	4,6	13,5
Royaume-Uni	3,4	9,9
Allemagne	3,0	8,8
Italie	2,0	5,8
autres	15,3	44,9
Total	34,2	100,0

Source et réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SIPEX

On notait ainsi la forte concentration géographique de ces investissements, près de 41% de leur encours étant situé dans trois pays (États-Unis, Pays-Bas et Royaume-Uni). Au cours de l'année 1999, les flux² nets d'investissements directs à l'étranger du secteur bancaire résident ont atteint 2,8 milliards d'euros et se sont orientés pour moitié vers des pays de l'Union européenne. A l'échelle mondiale, les principaux pays destinataires des flux ont été le Royaume-Uni (pour

² À la date de rédaction de cette fiche, la ventilation géographique de l'encours des IDE à l'étranger du secteur bancaire résident au 31 décembre 1999 n'était pas connue. Les données de flux sont provisoires (Source : Direction de la balance des paiements, SIPEX).

619 millions d'euros, soit 22% du total), Singapour (543 millions, 19%) et les Pays-Bas (432 millions, 15%).

En 2000, ces flux nets ont diminué de 8%, atteignant 2,6 milliards d'euros, et se sont réorientés vers d'autres pays, essentiellement l'Espagne (pour 1,3 milliard d'euros, soit 51% du total), mais également le Brésil (440 millions, 17%) et l'Italie (402 millions, 16%). Ainsi, l'exercice 2000, par rapport à 1999, se caractérise par :

- une concentration géographique encore accrue des flux d'IDE du secteur bancaire résident, les trois premiers pays destinataires représentant 83% des flux nets en 2000, contre 57% en 1999 ;
- leur réorientation vers de nouveaux pays destinataires, les pays d'origine latine (Espagne, Brésil et Italie) se substituant à ceux d'Europe du Nord (Royaume-Uni et Pays-Bas) et d'Asie (Singapour).

2. La part de marché des banques françaises marque le pas en matière d'activité prêt et titre transfrontière

Les évolutions soulignées, ci-après, doivent être interprétées avec les précautions méthodologiques liées aux inévitables biais dans la comparabilité des statistiques bancaires internationales³. Elles sont également en partie influencées par l'évolution des taux de change de l'euro et du yen contre dollar, les statistiques de la BRI étant présentées dans cette dernière devise.

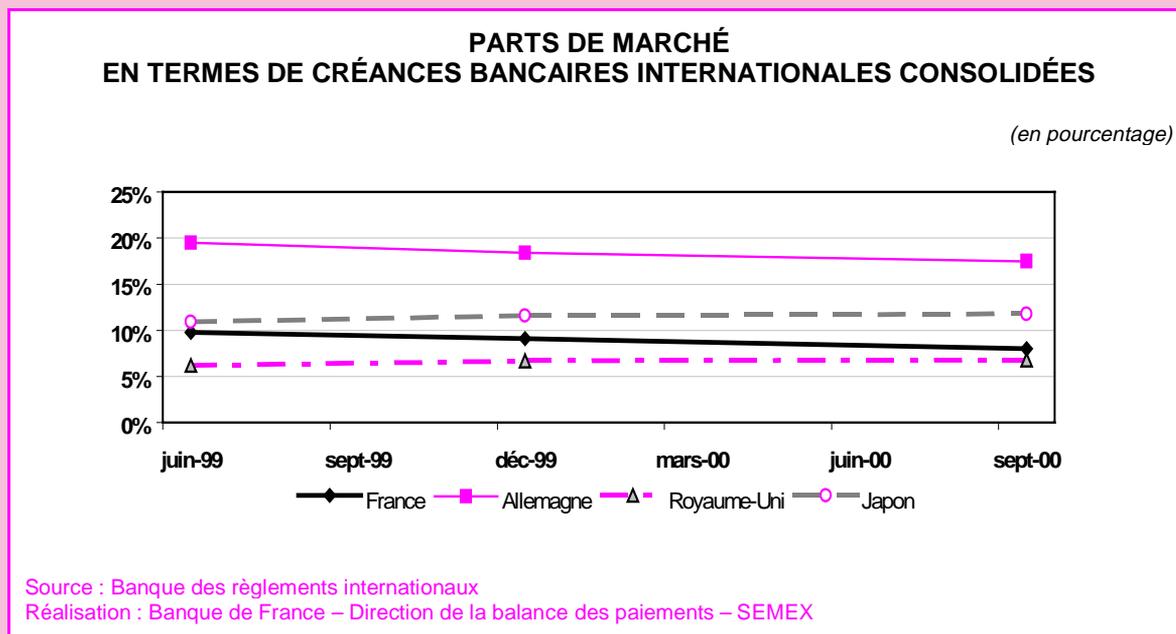
En termes de créances bancaires consolidées (prêts et portefeuilles titres transfrontières, non compris l'activité de hors bilan), l'évolution des parts de marché des quatre pays possédant fin septembre 2000 les plus importants encours est la suivante :

CRÉANCES BANCAIRES INTERNATIONALES CONSOLIDÉES																
<i>(en milliards de dollars et en pourcentage)</i>																
	France				Allemagne				Royaume-Uni				Japon			
	06.99	12.99	09.00	Var. (pt)	06.99	12.99	09.00	Var. (pt)	06.99	12.99	09.00	Var. (pt)	06.99	12.99	09.00	Var. (pt)
Pays développés	9,6	9,0	7,9	-1,7	20,1	18,9	17,9	-2,2	5,3	6,1	6,1	+0,8	9,2	10,1	10,7	+1,5
Centres « offshore »	9,2	8,8	8,1	-1,2	15,4	14,2	13,3	-2,1	11,0	11,2	12,7	+1,7	26	28	27,3	+1,3
Pays en développement	11,6	11,6	9,5	-2,1	19,9	19,6	19,2	-0,7	7,5	7,9	8,1	+0,6	11,7	11	9,3	-2,4
Total	9,8	9,1	8,1	-1,7	19,5	18,4	17,5	-2,0	6,2	6,7	6,8	+0,6	10,9	11,6	11,8	+0,9

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

³ Cf. « Guide to the international banking statistics » – BRI, juillet 2000.

Fin septembre 2000, en termes de créances bancaires consolidées, la France détient toujours la troisième part de marché (8,1%), derrière l'Allemagne (17,5%) et le Japon (11,8%), et devant le Royaume-Uni (6,8%) et les États-Unis (5,6%). Sur cinq trimestres, la part de marché globale du secteur bancaire français en termes d'activité crédit et titre transfrontière a perdu 1,7 point, passant de 9,8% de l'encours total des créances bancaires consolidées en juin 1999 à 8,1% fin septembre 2000. Sur cette période, la part de marché des banques allemandes s'est aussi contractée dans une mesure légèrement supérieure (-2 points). À l'inverse, les banques de nationalités japonaise et britannique affichent une progression sensible de leurs parts de marché, qui augmentent respectivement de 0,9 et 0,6 point.



Il apparaît également que, géographiquement, la part de marché des banques françaises a le plus diminué vis-à-vis des pays en développement (-2,1 points en 15 mois), mais dans une moindre mesure que celle des banques japonaises, qui ont réduit assez sensiblement leur exposition sur ces pays. Les banques françaises ont également vu leur part de marché moins diminuer que celles de leurs homologues allemandes sur les pays développés ou sur les centres « *offshore* ». À l'inverse, la part de marché des banques britanniques et japonaises progressait sur la période en direction de ces deux zones.

3. La spécialisation géographique des banques françaises

3.1. L'importance relative des créances françaises sur la zone Afrique-Moyen-Orient

En analysant la répartition géographique des six plus importants encours de créances bancaires internationales consolidées⁴ à fin septembre 2000, on observe les spécialisations suivantes.

⁴ Hors prêts aux organismes internationaux.

**CRÉANCES BANCAIRES INTERNATIONALES
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE
(SEPTEMBRE 2000)**

(en milliards de dollars)

	France	Allemagne	Royaume- Uni	Japon	États-Unis	Suisse	Pour mémoire : Total général
Pays développés	468	1 065	363	637	277	401	(5 934)
part dans l'encours national	77,9%	80,9%	68,5%	72,4%	66,7%	85,3%	79,6%
<i>part de marché</i>	7,9%	17,9%	6,1%	10,7%	4,7%	6,8%	
dont Union européenne	320	740	186	297	219	273	(3 708)
part dans l'encours national	53,2%	56,2%	35,0%	33,7%	52,8%	58,0%	49,7%
<i>part de marché</i>	8,6%	20,0%	5,0%	8,0%	5,9%	7,4%	
Centres « offshore »	49	81	77	166	38	35	(608)
part dans l'encours national	8,2%	6,2%	14,5%	18,9%	9,2%	7,4%	8,2%
<i>part de marché</i>	8,1%	13,3%	12,7%	27,3%	6,3%	5,8%	
Afrique et Moyen-Orient	23	21	13	6	10	7	(118)
part dans l'encours national	3,8%	1,6%	2,5%	0,7%	2,4%	1,5%	1,6%
<i>part de marché</i>	19,5%	17,8%	11,0%	5,1%	8,5%	5,9%	
Asie et Pacifique	28	41	25	58	20	11	(274)
part dans l'encours national	4,7%	3,1%	4,7%	6,6%	4,8%	2,3%	3,7%
<i>part de marché</i>	10,2%	15,0%	9,1%	21,2%	7,3%	4,0%	
PECO	11	63	6	4	11	7	(166)
part dans l'encours national	1,8%	4,8%	1,1%	0,5%	2,7%	1,5%	2,2%
<i>part de marché</i>	6,6%	38,0%	3,6%	2,4%	6,6%	4,2%	
Amérique latine-Caraïbes	19	36	24	10	58	9	(281)
part dans l'encours national	3,2%	2,7%	4,5%	1,1%	14,0%	1,9%	3,8%
<i>part de marché</i>	6,8%	12,8%	8,5%	3,6%	20,6%	3,2%	
TOTAL	601	1 317	530	880	415	470	(7 456)
<i>part de marché</i>	8,1%	17,7%	7,1%	11,8%	5,6%	6,3%	

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

L'encours de créances consolidées des banques françaises en septembre 2000 concerne à hauteur de 78% des pays développés (et à 53% l'Union européenne), loin devant les centres offshore (8%), l'Asie-Pacifique (5%), l'Afrique-Moyen-Orient (4%), l'Amérique latine (3%) et les pays d'Europe centrale et orientale (PECO, 2%).

S'agissant des créances détenues sur les pays développés, les banques françaises sont davantage engagées (y consacrant 78% de leur encours) que les banques américaines (67%), britanniques (69%) et japonaises (72%), mais moins que les banques suisses (85%) ou allemandes (81%). La spécialisation relative est inverse à l'égard des centres « offshore », vis-à-vis desquels

les banques françaises (avec 8% de l'encours de leurs créances) sont moins engagées que les établissements japonais (19%) et britanniques (15%), mais davantage que les banques suisses et allemandes. En revanche, les banques françaises détiennent près d'un cinquième des créances bancaires consolidées sur l'Afrique et le Moyen-Orient.

Dans la zone Asie-Pacifique, les banques françaises (détenant 10% de l'encours total) sont devancées par les banques japonaises et allemandes. À l'égard des PECO, les banques françaises sont, certes loin derrière les banques allemandes (38% des encours), des prêteurs non négligeables (7% des encours). Enfin, l'encours de créances consolidées sur les pays latino-américains appartient d'abord aux banques américaines (21%) et espagnoles (18%), les banques françaises en possédant 7%.

Au total, par rapport à une part de marché mondiale (8,1% en septembre 2000) qui les place en troisième position derrière les banques allemandes et japonaises, les banques françaises affichent une exposition prononcée sur les zones Afrique-Moyen-Orient et Asie-Pacifique, moyenne sur les centres « offshore » et les pays développés, et plus modérée sur les PECO et l'Amérique latine. Cette spécialisation relative différencie sensiblement les banques françaises par rapport aux banques allemandes (fortement exposées sur les PECO), américaines (sur l'Amérique latine) ou japonaises (sur les centres « offshore » et l'Asie).

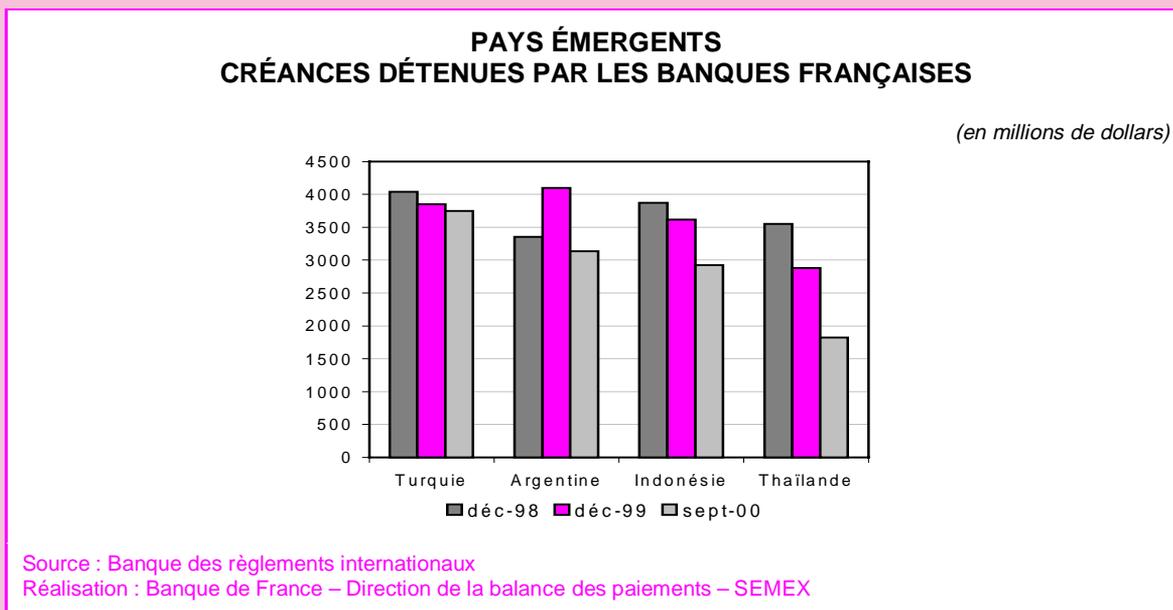
3.2. Une forte baisse des encours sur plusieurs pays émergents

L'analyse, depuis fin 1998, des créances bancaires internationales consolidées détenues par les banques françaises fait apparaître une décroissance très marquée de l'encours sur plusieurs pays ou zones géographiques :

PAYS ÉMERGENTS CRÉANCES DÉTENUES PAR LES BANQUES FRANÇAISES				
<i>(en millions de dollars)</i>				
	Décembre 1998	Décembre 1999	Septembre 2000	Variation 09.00/12.98
Turquie	4 040	3 852	3 744	- 7,3%
PECO (hors Turquie)	10 334	8 952	7 223	- 30,1%
<i>Russie</i>	5 784	4 214	2 393	- 58,6%
Amérique latine	22 029	23 547	18 524	- 15,9%
<i>Argentine</i>	3 354	4 099	3 133	- 6,0%
<i>Brésil</i>	6 055	5 345	4 484	- 25,9%
<i>Mexique</i>	6 339	6 933	4 403	- 30,5%
Afrique et Moyen-Orient	25 817	26 344	22 531	- 12,7%
Asie	33 758	32 073	27 598	- 18,2%
<i>Chine</i>	8 171	7 073	7 770	- 4,9%
<i>Corée du Sud</i>	7 425	7 873	6 600	- 11,1%
<i>Indonésie</i>	3 874	3 618	2 924	- 24,5%
<i>Thaïlande</i>	3 552	2 876	1 821	- 48,7%

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

L'exposition des banques françaises sur certains pays a très fortement diminué en moins de deux ans : – 59% sur la Russie, – 49% sur la Thaïlande, – 31% sur le Mexique, – 26% sur le Brésil et – 25% sur l'Indonésie. Il est à noter que certaines restructurations récemment opérées et le passage sous contrôle étranger d'un établissement à forte spécialisation géographique ont favorisé la baisse des encours sur certains pays.



3.3. Des engagements encore importants sur de nombreux pays en développement

Les banques françaises conservent des parts de marché non négligeables vis-à-vis de plusieurs pays émergents. En termes de créances consolidées, ces dix plus gros débiteurs⁵ à fin septembre 2000 sont les suivants :

CRÉANCES CONSOLIDÉES DES BANQUES FRANÇAISES À FIN SEPTEMBRE 2000			
Pays	Encours total (en milliards de dollars)	Encours français (en milliards de dollars)	Part de marché (en pourcentage)
Chine	58,4	7,8	13,3
Corée du Sud	58,7	6,6	11,2
Brésil	63,8	4,5	7,0
Mexique	61,6	4,4	7,1
Turquie	43,6	3,7	8,5
Argentine	69,7	3,1	4,5
Indonésie	38,8	2,9	7,5
Maroc	6,5	2,4	36,9
Russie	39,4	2,4	6,1
Chili	22,6	2,2	9,7

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

⁵ Hors centres « offshore », notamment les Iles Caïman (14,5 milliards de dollars de créances), les Antilles néerlandaises (10,9), Hong Kong (7,6) et Singapour (4,6).

La forte présence des banques françaises dans d'autres pays africains est également confirmée :

PART DE MARCHÉ DES BANQUES FRANÇAISES DANS LE TOTAL DES CRÉANCES CONSOLIDÉES SUR CERTAINS PAYS AFRICAINS À FIN SEPTEMBRE 2000							
<i>(en milliards de dollars)</i>							
	Congo	Cameroun	Côte d'Ivoire	Tunisie	Angola	Algérie	Égypte
Encours total	1,4	1,8	2,5	2,7	2,4	4,7	6,8
Encours français	1,3	1,3	1,6	1,1	0,8	1,4	0,9
<i>Part de marché</i>	<i>92%</i>	<i>74%</i>	<i>64%</i>	<i>41%</i>	<i>33%</i>	<i>30%</i>	<i>13%</i>

Source : Banque des règlements internationaux
Réalisation : Banque de France – Direction de la balance des paiements – SEMEX

Au total, les dix plus gros risques des banques françaises (40 milliards de dollars fin septembre 2000) représentent 50% de l'ensemble de leurs concours aux pays en développement, contre 57% (91 milliards de dollars) pour les banques allemandes.

Olivier VIGNA – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

Fiche thématique

n° 4.e.

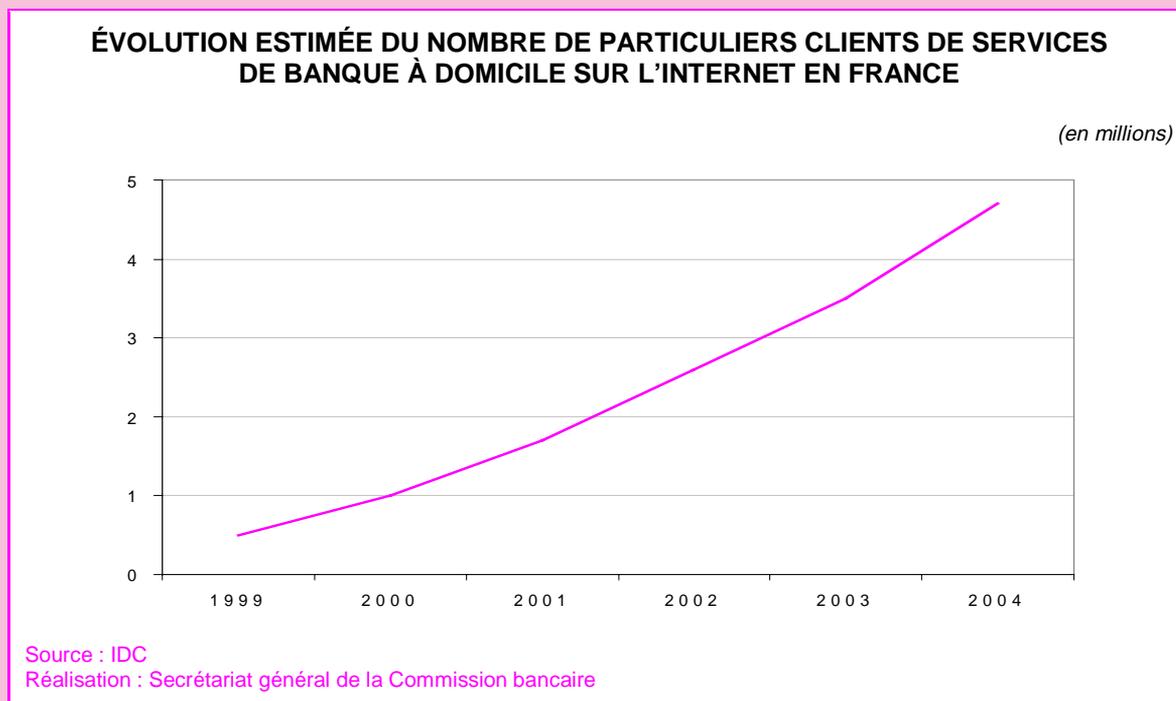
L'INTERNET ET LA BANQUE : QUELLES CONSÉQUENCES EN TERMES DE CONCURRENCE ET DE SURVEILLANCE PRUDENTIELLE ?

En quelques années, l'Internet a connu un développement très rapide dans le domaine bancaire et financier et s'est largement diffusé dans les pays industrialisés. En France, le nombre d'internautes atteint environ 15% de la population et devrait connaître une forte croissance au cours des prochaines années grâce aux multiples modes d'accès proposés. En France, le développement des services bancaires et financiers sur l'Internet a été très dynamique : 130 banques françaises proposaient un site Internet en 2000¹ (contre 86 en 1999), et environ 430 000 comptes-titres étaient gérés en ligne² au début 2001 (contre 132 000 à la fin de 1999).

Les nouvelles technologies et l'Internet en particulier, ont suscité de nouvelle offre de service, et ont conduit les banques traditionnelles à adapter leurs structures et leur mode de fonctionnement à la nouvelle donne. En outre, face à des risques nouveaux, les autorités bancaires et financières ont approfondi leurs réflexions en matière prudentielle afin de renforcer les dispositifs de surveillance existants.

¹ Selon l'Association française des banques/IDC, chiffres établis sur la base de 550 banques plus La Poste.

² Données de l'association « *Brokers on line* » pour le mois de janvier 2001.



1. L'Internet s'est traduit par un accroissement de la concurrence de la part de nouveaux intervenants et a conduit les banques traditionnelles à adapter leur organisation

1.1. Modifiant en profondeur la relation qu'entretiennent les banques avec leurs clients, l'Internet crée de nouvelles opportunités sur les plans stratégique et commercial

Nombre d'analystes annonçaient à la fin des années 1990 que l'Internet allait profondément bouleverser l'organisation des entreprises bancaires et financières et affecter très sensiblement leurs résultats. De fait, profitant d'un faible « ticket d'entrée », de nombreux entrants se sont pressés sur le marché avec pour objectif de conquérir rapidement une base de clientèle grâce à une politique tarifaire agressive rendue possible par de faibles coûts de structure (absence de charge de réseau notamment). L'activité de courtage en ligne s'est ainsi développée très rapidement, dans un contexte boursier particulièrement favorable (marché des actions très actif et orienté à la hausse en 1999) et aidée par un engouement général pour ce qu'il est convenu d'appeler la « nouvelle économie »³.

Les opportunités de l'activité bancaire en ligne apparaissent nombreuses tant pour le client que pour la banque.

L'offre bancaire sur l'Internet peut tout d'abord être mieux adaptée au profil de la clientèle et à ses attentes. Elle autorise une tarification plus précise ainsi qu'une analyse plus fine des coûts et des revenus associés. Aussi, la banque en ligne permet-elle d'atteindre de nouveaux segments de

³ cf. fiche 1.g. : marché financier global et Internet.

clientèle, notamment dans les activités de courtage. En outre, l'Internet permet une comparaison directe et immédiate entre les différentes offres, ce qui peut occasionner une plus grande volatilité de la clientèle.

De plus, la réduction des coûts est substantielle, qu'il s'agisse des coûts d'infrastructures ou de transaction, les tâches de saisie étant reportées sur le client. Pour le moment, les banques traditionnelles n'ont — semble-t-il — répercuté qu'en partie cette économie sur leur clientèle car les investissements réalisés initialement ont été très importants. Dans le cas des banques exclusivement en ligne, en dépit de dépenses marketing très substantielles⁴ pour l'acquisition de nouveaux clients et leur fidélisation, le coût est ensuite théoriquement plus faible puisque l'existence d'un réseau d'agences n'est plus nécessaire.

À terme, l'Internet doit accroître la productivité, dès que les investissements de départ ont été amortis, ainsi qu'une augmentation des commissions avec la mise en place d'une offre en ligne plus étoffée et la progression du volume des transactions (cf. ordre de bourse).

L'Internet est à bien des égards un facteur structurant pour le monde bancaire. La recherche d'économies d'échelle suscite des partenariats entre banques mais aussi avec des intervenants non bancaires (opérateurs de télécommunication). Ainsi, l'Internet contribue à accélérer la restructuration du secteur et la rationalisation de l'offre. On perçoit clairement les enjeux pour l'organisation et l'activité bancaire ainsi que les incertitudes relatives à la rentabilité d'exploitation, comme l'attestent les résultats décevants de certaines banques électroniques anglo-saxonnes. En tout état de cause, la concurrence s'en trouve sensiblement accrue.

1.2. La communauté bancaire a dans l'ensemble privilégié une approche « multicanal »...

Confrontée à ce nouveau défi, la communauté bancaire a montré de réelles capacités de réaction et d'adaptation. Les réponses ont été différentes d'un pays à l'autre en fonction notamment des habitudes de consommation de la clientèle. Si la mutation a été engagée plus rapidement dans les systèmes bancaires anglo-saxons et scandinaves, les banques électroniques de ces pays n'ont pas toujours connu le succès escompté et ont cherché à développer leur offre généralement en se constituant un réseau.

La publication des résultats de l'exercice 1999 a été l'occasion pour la quasi-totalité des grandes banques, en France et à l'étranger, de présenter leur stratégie Internet en insistant notamment sur l'importance des investissements engagés en la matière.

À cet égard, l'organisation et la structure du marché français présentent des caractéristiques propres. Les banques exclusivement en ligne ont certes accru leur poids relatif mais les établissements traditionnels conservent, pour l'essentiel, leurs parts de marché et privilégient une approche « multicanal » (concept de « *clicks-and-mortar* ») centrée sur le client. Ce modèle s'appuie sur la complémentarité entre l'Internet, les plateaux de téléopérateurs, et les implantations physiques de réseaux d'agences. Ces dernières se trouvent peu à peu investies d'un nouveau rôle de canal principal de distribution des produits de l'enseigne, elles deviennent peu à peu des vecteurs de promotion de l'établissement à destination de la clientèle. Témoin de l'importance des nouvelles technologies, les stratégies mises en œuvre concernent l'ensemble des métiers et s'accompagnent de moyens financiers conséquents, d'organisations parfois novatrices. Elles sont par ailleurs suivies au plus haut niveau de l'établissement.

⁴ Entre 1999 et 2000, les dépenses de marketing ont doublé pour les sociétés de courtage européennes, passant d'environ 120 à 250 millions d'euros.

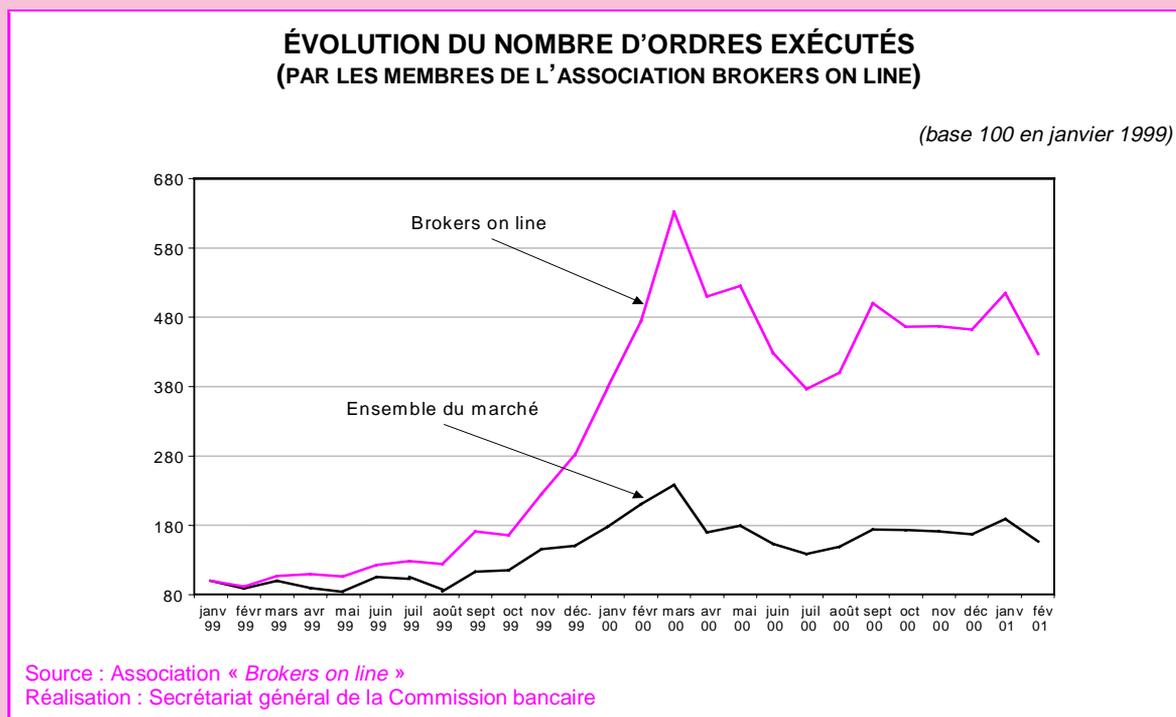
L'Internet devient donc un mode d'accès et de distribution parmi d'autres, à côté du réseau d'agences, davantage perçu comme un facteur d'amélioration du service rendu.

D'une manière générale, les banques traditionnelles ont su tirer parti d'un certain nombre d'avantages. Disposant d'une surface financière plus grande, elles bénéficient d'une image solide et d'une base clientèle importante. Celle-ci reste encore très attachée au réseau de proximité.

1.3. ... qui s'impose peu à peu dans un contexte désormais moins favorable au « tout Internet »

Depuis le printemps 2000, les valeurs de la nouvelle économie connaissent une sérieuse correction boursière. En un an, l'indice Nasdaq est revenu de plus de 5 000 points⁵ à moins de 2 000⁶ et la chute est tout aussi importante pour l'indice du nouveau marché des valeurs de croissance à Paris qui, sur la même période a perdu plus de 60% de sa valeur⁷. Les investisseurs sont de fait devenus plus sélectifs vis-à-vis des sociétés entièrement en ligne qui souhaitent lever des fonds nécessaires à leur développement. Ils exigent dorénavant des évaluations plus détaillées et à moins long terme de la rentabilité attendue : une croissance continue du chiffre d'affaire, une augmentation trimestrielle des gains ou, à tout le moins, la réduction des pertes sont des critères déterminants.

Par ailleurs, les établissements en ligne se trouvent en outre confrontés à un développement moins rapide de leur clientèle. La multiplication des offres a en effet permis d'accueillir rapidement les personnes spontanément intéressées par les services bancaires et financiers sur Internet (essentiellement de jeunes cadres urbains). Dépasser cette cible semble maintenant plus difficile d'autant que l'atonie actuelle des marchés boursiers s'accompagne d'une moindre activité des comptes titres dans un climat de concurrence toujours très forte.



⁵ L'indice Nasdaq composite a atteint son plus haut niveau le 10 mars 2000, à 5 048 points.

⁶ 1 918 points le 26 mars 2001.

⁷ L'IT-CAC50 est passé de 4472 points le 29 février 2000 à 1703 points le 26 mars 2001.

Au total, les perspectives de la banque en ligne à court et moyen termes apparaissent aujourd'hui plus réalistes et pragmatiques. L'approche « multicanal » est maintenant très majoritairement reconnue comme le modèle le plus pertinent à terme, et certains établissements exclusivement en ligne cherchent à développer leur propre réseau physique. Enfin, les introductions en bourse des sociétés en ligne sont souvent reportées, pour cause de faible intérêt du marché essentiellement.

Conséquence de la baisse de l'activité du courtage en ligne, une consolidation du secteur des « *brokers on line* » semble se dessiner⁸, par regroupement ou adossement à des grands groupes notamment. Ainsi, aux États-Unis, après avoir procédé à de massives campagnes d'embauches de personnel au cours de l'année 2000, les sociétés de courtage en ligne multiplient maintenant les annonces de licenciement importants⁹

2. L'Internet, accentuant les risques traditionnels, impose une vigilance accrue de la part des superviseurs et une adaptation de leurs outils de surveillance

2.1. L'Internet qui se développe avec la banque à domicile par minitel et audiotel, expose la communauté bancaire à un ensemble de risques essentiellement opérationnels, dont la nature n'est pas nouvelle, mais dont la portée est modifiée ou accentuée...

- Le risque de l'Internet bancaire et financier peut d'abord être stratégique. En effet, l'ampleur et le rythme des investissements pour réussir l'adaptation à la nouvelle donne sont incertains dans un contexte de mutations technologiques et d'évolution rapide des comportements de la clientèle. Les dirigeants doivent dès lors être pleinement conscients de l'impact des stratégies retenues sur l'organisation et les résultats de leur maison. Cela nécessite la définition d'une politique de maîtrise d'ensemble du développement de ce nouveau média.
- L'Internet fait en second lieu courir des risques opérationnels dont la portée est sensiblement amplifiée par rapport à la situation pré-existante. Il importe à la fois de les identifier et de les analyser. Cela concerne au premier chef l'organisation et la mise en œuvre des procédures de contrôle interne, la sécurité des opérations ainsi que la surveillance du blanchiment.

Le recours à l'Internet peut se traduire pour les dirigeants par une difficulté à maîtriser les situations nouvelles d'une complexité croissante. L'externalisation fréquente de certaines fonctions peut affaiblir le contrôle et conduire à une perte relative de maîtrise des opérations. Le superviseur doit être particulièrement attentif à cet aspect en s'assurant de la capacité de la banque à choisir ses partenaires et à mettre en place les procédures adéquates pour contrôler ces derniers et identifier les responsabilités.

Élément central, la sécurité des systèmes de l'information est rendue plus délicate en raison du décloisonnement des moyens d'échanges et de traitement des données.

⁸ Comdirect a pris le contrôle de Paresco, DAB de Self Trade, le CAI a lancé une OPA amicale sur CPR (et donc sur CPR-online).

⁹ C'est notamment le cas de Charles Schwab, d'Ameritrade, de TD Waterhouse et de CSFBdirect.

- La sécurité juridique en matière de technologies nouvelles est également un volet important. Les risques sont multiples : comment s'assurer de la qualité et de la capacité juridique du client et du prestataire en ligne ? Comment par ailleurs authentifier les opérations ? À cet égard, le risque lié aux activités transfrontières nécessite une réflexion approfondie. Les conditions d'accès à la profession pour les nouveaux entrants sur le marché sont parmi les points les plus sensibles.
- Enfin, des dysfonctionnements intervenant dans les opérations en ligne sont de nature à entamer la confiance du client dans sa banque. Ce risque de réputation peut être très préjudiciable et s'étendre à l'ensemble de la communauté bancaire. Il est par conséquent indispensable de disposer, dès la mise en place des services en ligne, de procédures et de systèmes fiables et sécurisés.

2.2. ... ce qui a conduit les acteurs eux-mêmes et les autorités bancaires et financières à approfondir leurs réflexions et à renforcer leur surveillance

Les entreprises bancaires et les courtiers en ligne ont développé des travaux d'analyse statistique d'audit technique, comptable et organisationnel, des études qualité pour eux-mêmes et leurs sous-traitants et se sont dotés d'outils de mesure et d'équipes qualifiées sur ces technologies. Plus généralement, la question de l'émergence et de l'impact d'Internet et, des nouvelles technologies, relève d'une réflexion d'ensemble sur la stabilité financière. En effet, la banque électronique permet de dépasser les frontières traditionnelles, qu'elles soient géographiques ou sectorielles. L'offre de services financiers sur l'Internet — qui peut désormais être transfrontière — soulève des problèmes d'ordre prudentiel. En cela, elle implique une coopération renforcée entre les différentes autorités.

L'avancement actuel des réflexions conduit la communauté internationale des contrôleurs bancaires à privilégier les messages de prudence. Ces travaux illustrent les efforts déployés pour améliorer le fonctionnement du système bancaire et financier international.

Ainsi le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire devrait formuler d'ici quelques mois, à travers son groupe « *Electronic banking* », des recommandations en matière de sécurité.

Le Forum de stabilité financière¹⁰ a, pour sa part, engagé en mars 2000 un recensement des travaux sur Internet afin de s'assurer de leur cohérence d'ensemble.

Enfin, le Groupe de contact des contrôleurs bancaires européens, instance de coopération au sein de l'Union européenne qui se réunit périodiquement, examine les modalités de contrôle de la sécurité des banques électroniques bénéficiant du passeport européen au sein de l'Espace économique européen.

En France, la Commission bancaire et la Banque de France ont réalisé, en étroite collaboration avec la profession, d'importants travaux sur le sujet au cours de l'année 2000. Ces réflexions ont donné lieu, en janvier 2001, à la publication d'un livre blanc intitulé « *Internet*,

¹⁰ Créé en 1999, le Forum de stabilité financière est composé de représentants des ministères des finances, des autorités responsables de la surveillance bancaire et de la régulation des activités de marché, des principales institutions économiques et financières internationales et des différents forums internationaux de coopération en matière de surveillance bancaire, de marché et des assurances.

quelles conséquences prudentielles ? »¹¹. Ce document analyse les risques encourus *via* l'Internet et fournit une synthèse des bonnes pratiques dans ce domaine. La vocation du livre blanc est triple :

- il s'agit, en premier lieu, de dresser un constat en analysant les risques que fait courir l'Internet aux établissements de crédit et en rappelant l'état du droit et de la réglementation applicable à ce nouveau média ;
- le livre blanc est ensuite un recueil des bonnes pratiques à destination de la Place. Il concerne plus particulièrement trois aspects :
 - les conditions d'accès à l'exercice de la profession ;
 - la sécurité ;
 - et enfin, le contrôle interne et la lutte contre le blanchiment.
- sur cette base, le Livre blanc formule un certain nombre de recommandations aux dirigeants des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Il propose en outre plusieurs mesures à caractère prudentiel ayant trait aux systèmes d'information et à la sécurité des transactions. Plus largement, ces propositions s'inscrivent dans une perspective internationale en liaison avec les réflexions en cours au sein du Comité de Bâle.

Isabelle COMMENGE – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

¹¹ Ce document est disponible sur le site web de la Banque de France : www.banque-france.fr.



Fiche thématique

n° 4.f.

LE DÉMARCHAGE BANCAIRE ET FINANCIER

Les Français font aujourd'hui l'objet de sollicitations diverses émanant non seulement d'établissements agréés mais aussi d'intermédiaires qui proposent des produits financiers complexes associant opérations de banque, contrats d'assurance et valeurs mobilières. Ceci s'inscrit dans un mouvement général de libéralisation et de mondialisation de l'économie, renforcé par les nouvelles technologies, et d'une « déssegmentation » des marchés due à l'arrivée de nouveaux intervenants « multimétiers », illustrée, notamment, par le phénomène de bancassurance.

Le recours au démarchage est libre. Il ne nécessite aucune autorisation préalable d'une autorité quelconque. Cette liberté est cependant tempérée par l'obligation qui pèse sur l'entreprise voulant recourir au démarchage de communiquer au Parquet l'identité des personnes qui effectueront le démarchage pour son compte. Cependant, aucune centralisation n'existe au niveau national et la population des démarcheurs est mal connue¹. Les démarcheurs ne sont pas non plus soumis à l'obligation de justifier d'une expérience ou de qualifications professionnelles.

En ce qui concerne le démarchage financier, l'obligation d'information du Parquet est précédée d'une obligation, pour l'entreprise, d'avertir, suivant son statut, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, le Conseil des marchés financiers ou la Commission des opérations de bourse de son intention de recourir au démarchage. L'un de ces trois organismes délivre alors un numéro de récépissé devant être communiqué au Parquet.

Les dispositions concernant le démarchage bancaire ou financier ne sont pas homogènes parce qu'issues de textes différents même si l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 les a regroupées dans le titre IV du livre III du Code monétaire et financier.

¹ Les renseignements suivants ne concernent que le démarchage financier, car il n'existe pas de déclaration préalable auprès des autorités de tutelle en matière de démarchage sur prêt d'argent.

Recouraient au démarchage financier, mi 2000 :

- 231 établissements de crédit prestataires de services d'investissement français sur un total de 465, soit presque 50% ;
- 10 établissements européens sur 211, soit environ 5% ;
- 17 entreprises d'investissement françaises autres que des sociétés de gestion de portefeuille sur 166, soit environ 10% ;
- 1 entreprise d'investissement européenne autre qu'une société de gestion de portefeuille sur les 676 ayant effectué les formalités du passeport européen, soit environ 0,15%.

La codification s'étant faite à droit constant, l'ergonomie des différents textes n'a pas été modifiée et les imperfections dont faisaient l'objet les textes non codifiés, demeurent. La présente fiche n'a pas pour objet de présenter dans le détail les différents régimes de démarchage mais seulement de préciser certains points soulevant des difficultés qu'une réforme pourrait corriger. D'ailleurs, une mission conduite par M. Rodocanachi vient récemment de remettre ses observations sur le sujet.

1. Des régimes complexes parce que non unifiés

Il n'existe pas une approche globale du démarchage (cf. 1.1.) mais des régimes distincts en fonction des opérations sous-jacentes (cf. 1.2.).

1.1. Des régimes différents

Avant la codification, les démarchages bancaire et financier étaient principalement régis par les lois du 28 mars 1885 sur le démarchage des produits à terme, celle du 28 décembre 1966 relative à l'usure, aux prêts d'argent et à certaines opérations de démarchage et de publicité ainsi que celle du 3 janvier 1972 concernant le démarchage sur valeurs mobilières. En effet, malgré plusieurs tentatives d'adaptation, les régimes du démarchage n'ont pas été refondus lors des grandes réformes bancaires de 1984 ou financière de 1996.

Par ailleurs, le démarchage n'est pas harmonisé au niveau européen : la directive relative aux services d'investissement a expressément exclu le démarchage de son champ d'application, laissant la réglementation de cette matière relever des dispositions nationales.

Au niveau national comme au niveau européen, le démarchage sur prêt d'argent comme sur valeurs mobilières n'est donc pas une activité ressortissant au monopole bancaire ou financier ni même qualifiée d'opération ou de service connexe, pouvant bénéficier de reconnaissance mutuelle. Si une entreprise européenne veut effectuer des opérations de démarchage dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, elle devra respecter, en ce qui concerne les règles d'accès à la profession et de contrôle, la réglementation nationale du pays dans lequel le démarchage sera effectué.

1.2. Régime en fonction de l'opération sous-jacente

À l'heure actuelle, la réglementation relative au démarchage est segmentée par « produit ». Le démarchage en vue de fournir au même client un service d'investissement et un crédit lié à la réalisation d'une transaction unique relève de deux régimes différents. Cette dichotomie pourrait devenir plus significative avec la réforme du règlement mensuel. En effet, la suppression des délais de règlement oblige l'investisseur soit à régler comptant la totalité de l'investissement, soit à constituer une provision et à obtenir un crédit du prestataire de services d'investissement, partie à la transaction, ou d'un établissement de crédit dûment habilité.

De plus, le démarchage bancaire ne concerne pas toutes les opérations de banque mais seulement, le placement de fonds et les opérations de crédit. Cependant, les offres de crédit sont très souvent associées à la fourniture des moyens de paiement (cartes de crédit). Le démarchage sur la mise à la disposition de la clientèle des moyens de paiement pourrait être utilisé comme « produit d'appel ».

Il est également à noter que les démarcheurs bancaires peuvent être multiscartes alors que les démarcheurs financiers ou ceux sur marchés à terme doivent être monocartes avec mandat exclusif. Mais en pratique, le non-respect de ces dispositions est rarement sanctionné.

Les agissements des démarcheurs financiers ou sur marchés à terme engagent la responsabilité des prestataires ayant recours à leurs services, alors que le régime du démarchage sur prêt d'argent est muet sur la question. La protection des personnes démarchées est moindre dans ce dernier cas.

Outre leur compréhension difficile, les régimes du démarchage ne sont plus adaptés aux pratiques modernes.

2. Des régimes obsolètes

Les différents régimes du démarchage ne tiennent pas compte des évolutions techniques (cf. 2.1.) ou juridiques (cf. 2.2.) récentes.

2.1. La définition actuelle ne permet pas de tenir compte des évolutions techniques

Le démarchage n'est pas défini de façon abstraite mais au contraire en se référant aux actes que doit faire le démarcheur : se rendre au domicile de la personne démarchée, sur son lieu de travail, dans des lieux publics, envoyer des circulaires ou prendre des contacts par téléphone, par exemple.

En fait, chacune des législations reflète l'état des innovations technologiques de l'époque où elle a été adoptée. Cependant, en pratique, la technique de la liste ne permet pas d'assurer une protection efficace des démarchés adaptée aux évolutions techniques. Le développement des relations commerciales nouées *via* l'Internet rend sensible cette inadaptation de notre législation en matière de démarchage, d'autant plus que la frontière entre le démarchage et la prestation en elle-même devient de plus en plus fragile.

Il existe, par ailleurs, en ce qui concerne le démarchage financier, un traitement différencié quant à la délivrance de la carte suivant que le démarcheur se rend physiquement chez le prospect ou contacte ce dernier par téléphone ou par courrier. Dans le premier cas, la carte de démarchage est obligatoire alors que dans le second, le démarcheur en est dispensé. Cette distinction n'existe pas pour le démarchage sur prêt d'argent où la carte est requise quel que soit le mode de sollicitation envisagé.

2.2. Les modalités de mise en œuvre ne tiennent pas compte des évolutions juridiques

Certaines dispositions des différents régimes font référence à des populations professionnelles ou des autorités n'existant plus, ce qui pose des problèmes pour l'application des textes.

Par ailleurs, la délivrance de carte de démarcheur reste difficile pour les établissements ou entreprises intervenant dans le cadre du passeport européen par voie de libre prestation de services. En effet, les différents régimes de démarchage disposent qu'avant la délivrance de ces cartes

l'établissement doit communiquer l'identité du futur démarcheur au Parquet de son siège ou de sa succursale.

Cette non-adaptation des règles nationales à la mise en place du marché européen ne doit pas s'analyser comme une interdiction faite à une société intervenant en France en libre prestation de services de recourir au démarchage sur le territoire national. La pratique a néanmoins mis en place une procédure déclarative à effectuer auprès du parquet de Paris. Ainsi, au cours de l'an 2000 plusieurs établissements européens agissant en libre prestation de services ont pu délivrer des cartes de démarcheur y compris à des ressortissants européens.

La réforme du démarchage figure à l'ordre du jour d'un prochain texte portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. Elle devrait, notamment, unifier les réglementations éparses existantes qui régissent les différents types de démarchage tout en assurant une protection suffisante aux personnes démarchées. En outre, elle donnerait un statut aux conseillers financiers.

Éric FONTMARTY-LARIVIÈRE – Banque de France – Direction générale des opérations

Fiche thématique

n° 4.g.

LA MESURE DE LA CONTRIBUTION DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE AU PIB

La comptabilité nationale identifie deux types de production des intermédiaires financiers. La première, facturée sous forme de commissions aux utilisateurs, est directement observable. La seconde, marge appliquée sur les taux d'intérêt de marché, ne peut être évaluée qu'au prix d'estimations statistiques. Dans le vocabulaire de la comptabilité nationale, elle est identifiée sous l'appellation de SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés).

Illustration de la notion de SIFIM au travers d'un exemple

L'exemple suivant présente de manière simplifiée le concept de services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM).

Soit un secteur bancaire disposant de 100 milliards de dépôts collectés auprès des ménages, rémunérés à 2%. L'intégralité de ces dépôts est prêtée aux entreprises non financières, à un taux d'intérêt de 7%. 2 milliards sont ainsi payés aux ménages, cependant que 7 milliards sont reçus des entreprises non financières. La différence de 5 milliards entre les intérêts reçus et les intérêts versés par le secteur bancaire correspond à la production de services d'intermédiation.

Ces services sont dits « indirectement mesurés » car leur rémunération ne fait pas l'objet d'une facturation explicite, mais est une marge appliquée sur les taux d'intérêt de référence : elle augmente les intérêts perçus par la banque et diminue ceux qu'elle verse. L'achat de SIFIM est donc le fait des emprunteurs comme des déposants.

Les ménages, pour placer leurs fonds et les entreprises, pour se financer, doivent recourir à l'intervention des banques. Chacun de ces deux secteurs supporte donc un coût, correspondant aux services rendus par les établissements de crédit : clientèle, gestion administrative, ingénierie financière, prise en charge du risque, mise en adéquation des échéances des ressources et des emplois...

Il reste à préciser la répartition entre les utilisateurs des SIFIM vendus par les producteurs. Pour chaque secteur utilisateur, le service correspondant à l'intermédiation peut être évalué par différence entre les conditions appliquées par les banques et celles que les agents non financiers pratiqueraient entre eux en l'absence d'intermédiation. On peut ainsi supposer, en reprenant

l'exemple ci-dessus, que les ménages consentiraient à prêter aux entreprises à un taux compris entre 2% et 7%.

S'il se révèle que le taux d'équilibre entre offre et demande de fonds en l'absence d'intermédiaire est de 5%, on peut alors évaluer le coût du service d'intermédiation pour chaque utilisateur :

- Achats de SIFIM par les ménages :
 $(100 \text{ milliards} \times 5\%) - 2 \text{ milliards} = 3 \text{ milliards}$
- Achats de SIFIM par les entreprises :
 $7 \text{ milliards} - (100 \text{ milliards} \times 5\%) = 2 \text{ milliards}$

Le choix d'un traitement : simplicité ou cohérence avec l'analyse économique

Les normes internationales de comptabilité nationale des Nations Unies (SCN 93) ou d'EUROSTAT prévoient deux traitements possibles pour les SIFIM :

- l'un, très simple, consiste à les affecter en consommation intermédiaire d'une unité fictive, ce qui évite d'avoir à les ventiler et implique leur exclusion du calcul du PIB ;
- l'autre, plus délicat à mettre en œuvre, mais plus fécond du point de vue de l'analyse économique, consiste à les répartir entre secteurs utilisateurs, et donc à les prendre en compte dans le PIB pour la part affectée à des emplois finals.

La première méthode, appliquée dans la base précédente de comptes nationaux, correspond aux traitements actuels. Les SIFIM sont calculés par différence entre les revenus du capital reçus et versés, dans la mesure où ils sont strictement liés à l'intermédiation¹. L'ensemble de ces SIFIM est traité comme la consommation intermédiaire d'un secteur fictif avec une production nulle et une valeur ajoutée égale mais de signe contraire à sa consommation intermédiaire. Les variations de la production de SIFIM par les institutions financières restent ainsi sans effet sur le niveau du PIB, cependant que les intérêts bancaires reçus ou versés par les secteurs utilisateurs n'entrent pas dans leur consommation, mais sont enregistrés directement dans leur compte de revenu.

Selon la deuxième méthode, plus ambitieuse, les SIFIM sont pris en compte, comme les autres prestations de services, dans les circuits de la production, de la consommation finale, des importations et des exportations. C'est cette approche, qui fait l'objet des travaux conduits actuellement sous l'égide d'EUROSTAT, qui est étudiée ici.

La répartition des SIFIM conduit à les enregistrer chez les secteurs utilisateurs non plus comme des éléments du compte de revenu, mais comme une consommation intermédiaire ou finale. Ainsi, les ménages consomment un service, produit par les institutions financières, lié à la collecte des dépôts et à l'octroi des prêts. De même, les entreprises intègrent, dans leur processus de production, ces services au même titre que d'autres consommations intermédiaires (énergie, matières premières, etc...). Il en résulte un impact sur le PIB, d'une part en raison des règles de comptabilité nationale propres à chaque agent utilisateur et, d'autre part, du fait de la modification des soldes du secteur du « Reste du monde ».

¹ Ce qui exclut les revenus des fonds propres, et en particulier les revenus des titres de participation.

La détermination des taux de référence

On a vu que pour répartir les SIFIM, il convient de choisir un taux de référence afin de calculer ce qui constitue une marge d'intermédiation. Ce taux de référence doit donc être représentatif des conditions de marché.

Pour tenir compte des différences de taux entre le territoire national et l'étranger, deux taux de référence sont utilisés. Le taux interne sert aux calculs de SIFIM pour les opérations entre résidents, le taux externe est utilisé pour déterminer les SIFIM importés et exportés. Les échanges de SIFIM concernent aussi les relations avec le reste du monde. De même que les intermédiaires financiers résidents « exportent » des SIFIM à l'occasion des opérations qu'ils réalisent avec les agents non financiers non-résidents, les agents non financiers résidents « importent » des SIFIM produits par les intermédiaires financiers non-résidents.

En pratique, le taux apparent² des opérations interbancaires entre institutions financières résidentes est retenu comme taux de référence interne, et le taux apparent des intérêts échangés (reçus et versés) entre les institutions financières résidentes et les institutions non-résidentes est retenu comme taux de référence externe.

La réduction du montant des SIFIM du fait de la réforme

Actuellement, les SIFIM sont calculés comme l'excédent des revenus de la propriété perçus diminué du total des intérêts versés, en excluant les revenus qui proviennent des actifs représentatifs de fonds propres. Dans la base 95, les OPCVM sont réputés reverser l'ensemble des intérêts qu'ils perçoivent. Ils ne réalisent pas de marge d'intermédiation. Ils ne sont donc pas producteurs de SIFIM.

En pratique, dans les comptes publiés de la base 95, sont considérés comme revenus de fonds propres les seuls dividendes des titres de participation. Les SIFIM repris correspondent donc à une conception extensive de l'intermédiation, puisqu'ils comprennent en effet à la fois des revenus de prêts, de dépôts et de titres.

Par souci de simplification, le champ des SIFIM, pour l'application de la répartition entre secteurs utilisateurs, sera réduit aux intérêts sur les crédits accordés et les dépôts reçus par les intermédiaires financiers. Les autres intérêts, qui concernent notamment les obligations et les titres de créances négociables, ne donneront pas lieu à calcul des SIFIM. Ils resteront donc neutres vis-à-vis du PIB, non pas comme auparavant par l'intervention d'une unité fictive consommatrice, mais parce qu'ils ne seront plus repris dans le compte de production.

Reprenons l'exemple. On fait l'hypothèse que le secteur bancaire, cité au premier paragraphe, détient 30 milliards en titres obligataires rapportant 2,7 milliards d'intérêts, et sert par ailleurs 2 milliards d'intérêts sur des certificats de dépôt figurant à son passif pour un montant de 50 milliards. Les traitements seraient les suivants :

- solution actuelle, sans répartition : la différence, soit 0,7 milliard, est comptabilisée en SIFIM et incluse dans la production du secteur bancaire. Dans le compte de revenus du secteur bancaire, les intérêts reçus et versés figurent dans leur intégralité, un ajustement de 0,7 milliard évitant cependant une double comptabilisation de la marge déjà constatée dans le compte de production ;

² Un taux apparent est le rapport entre des intérêts observés et les encours correspondants.

- solution future en cas de répartition : aucun intérêt sur titres n'est enregistré dans la production du secteur bancaire. La marge de 0,7 milliard est prise en compte au niveau du compte de revenu du secteur bancaire.

Les intérêts reçus et versés par les institutions financières sur les opérations donnant lieu à répartition de SIFIM apparaîtront dans leur compte de revenu pour leur part nette des SIFIM, c'est-à-dire pour le montant obtenu en appliquant le taux de référence aux encours concernés.

Ainsi, en reprenant l'exemple donné au premier paragraphe, les intérêts sur les dépôts des ménages et les crédits aux sociétés figureraient chacun pour un montant de 5 milliards dans le compte des intermédiaires financiers. Identifiés sous l'appellation d'intérêts de référence, ce sont des intérêts « purs », faisant abstraction des marges appliquées par les institutions financières.

Le nouveau calcul des SIFIM a pour conséquence une nouvelle définition de la production. La restriction du champ aux intérêts sur dépôts et crédits réduit de fait le montant global des SIFIM : le montant des SIFIM dans le tableau figurant au paragraphe suivant s'élève pour 1998 à 201,8 milliards de francs, inférieur de 28,4 milliards de francs à celui qui a été inscrit dans le compte de production des institutions financières pour la même année.

L'accroissement consécutif de la mesure du PIB

Les travaux effectués pour le compte des instances européennes sous l'égide d'EUROSTAT ont abouti à la mise en perspective, sur les années 95/98, de l'impact de la répartition des SIFIM sur les différents agrégats des comptes nationaux. Ils n'ont concerné que le calcul de montants de SIFIM en valeur, l'examen de la notion de prix du SIFIM étant repoussée en raison de sa complexité. Ce calcul sera cependant indispensable en cas d'adoption de la réforme, afin de pouvoir déterminer un PIB en volume.

Le tableau ci-après donne le détail par secteur utilisateur des incidences de la répartition des SIFIM pour la France en 1998. Il situe les chiffres obtenus en matière de SIFIM par rapport aux termes de l'équation emplois/ressources du tableau des entrées-sorties (TES), globalement et par catégorie d'agent économique.

Trois approches peuvent être utilisées pour mettre en évidence l'impact sur le PIB. La première considère l'incidence sur le montant de la valeur ajoutée, obtenue en soustrayant la consommation intermédiaire de la production. La deuxième prend en compte la somme des consommations finales des agents résidents et de ce que l'on peut considérer comme la consommation par le secteur du « Reste du monde », c'est-à-dire le solde (exportations – importations). La troisième approche, qui n'est pas exposée ici, consiste à suivre les corrections apportées aux rubriques de revenus de la propriété du fait de la répartition des SIFIM.

INCIDENCES DE LA RÉPARTITION DES SIFIM SUR LE PIB

(en milliards de francs)

Année 1998	Institutions Financières	Sociétés non Financières	Ménages	Administrations	Reste du Monde	Total
1 Production	201,8			21,3		223,1
2 Importations					20,5	20,5
Total ressources	201,8			21,3		243,6
Consommation						
4 Intermédiaire		82,7	48,9	21,3		152,9
5 Finale			54,5	21,3		75,8
6 Exportations					14,9	14,9
Total emplois		82,7	103,4	42,6	14,9	243,6
Approche par la valeur ajoutée						
Impact sur la valeur ajoutée des secteurs (1 – 4)	201,8	– 82,7	– 48,9	0		70,2
<i>en pourcentage du PIB</i>	<i>2,4</i>	<i>– 1</i>	<i>– 0,6</i>	<i>0</i>		<i>0,8</i>
Approche par les emplois finals						
Consommation finale			54,5	21,3		75,8
Exportations					14,9	14,9
Importations					– 20,5	– 20,5
Impact PIB (5+6 – 2)						70,2

Source : INSEE – Département des comptes nationaux

Réalisation : Banque de France – Direction des études et statistiques monétaires – SESOF

Globalement, l'augmentation du PIB est de 70,2 milliards de francs.

Selon la première approche, cette variation peut se décomposer en :

- une hausse de 201,8 milliards de la valeur ajoutée des institutions financières correspondant à leur supplément de production ;
- des baisses respectives de 82,7 milliards et 48,9 milliards de la valeur ajoutée des sociétés non financières et des ménages correspondant à leurs suppléments de consommation intermédiaire ;
- la valeur ajoutée des administrations, secteur non marchand, ne varie pas du fait de l'ajout à leur production d'un montant égal à celui des SIFIM qu'elles ont consommés³.

La deuxième approche décompose l'impact de la répartition sur le PIB (+70,2 milliards de francs) à partir des emplois. L'impact est égal à la somme des SIFIM absorbés en consommation finale des ménages et des APU (+ 54,5 + 21,3 = 75,8) et du solde net des exportations et des importations de SIFIM (+ 14,9 – 20,5 = – 5,6).

³ Comme tout secteur non marchand, leur production est calculée comme la somme des coûts, y compris celui de leur consommation intermédiaire.

Les calculs détaillés effectués sur les données françaises ont couvert la période 1995/1998, marquée par la poursuite de la désintermédiation⁴ et par la baisse des taux d'intérêt. Ils font apparaître une baisse modérée de la production de SIFIM par les institutions financières résidentes, qui est passée de 234 milliards de francs en 1995 à 202 milliards en 1998.

L'impact annuel sur le PIB est en moyenne de 1,2%, passant de +1,48% en 1995 à +0,82% en 1999. Il est important de noter que diverses formules de taux de référence testées ont abouti à des résultats très voisins. À titre de comparaison, l'éventail des impacts moyens sur le PIB dans divers pays de l'union européenne s'étend de +1% à +1,6% sur la période.

IMPACT ANNUEL MOYEN SUR LE PIB DES PAYS EUROPÉENS (1995/1998)		
<i>(en pourcentage)</i>		
Pays	Impact sur le PIB	Dont augmentation de la consommation finale des ménages
Belgique	1,6	1,1
Portugal	1,6	1,7
Royaume-Uni	1,6	1,4
Danemark	1,5	1,3
Espagne	1,5	1,2
Pays-Bas	1,4	1,1
Finlande	1,4	1,0
Allemagne	1,3	1,6
Suède	1,2	1,0
Autriche	1,2	0,4
France	1,2	0,8
Italie	1,0	0,9

Source : Eurostat
Réalisation : Banque de France – Direction des études et des statistiques monétaires – SESOF

Dans l'hypothèse où la décision de répartition serait prise par les instances européennes, ces disparités auraient donc des conséquences sur le calcul de la part des différents États membres dans le financement du budget communautaire⁵.

Les perspectives de la réforme

Les travaux préliminaires effectués au niveau européen ont permis de définir des méthodes expérimentales de répartition et de calcul des SIFIM, qui ont fait l'objet du règlement (CE) N° 448/98 du Conseil du 16 février 1998. Inscrits dans ce cadre, les calculs de SIFIM adressés à EUROSTAT à l'automne 2000 ont donné lieu à l'établissement d'un rapport que la Commission doit présenter au Parlement européen et au Conseil.

⁴ Le rapport 1999 du CNCT (page 270) illustre par un graphique couvrant la période 1978/1999 la baisse du taux d'intermédiation.

⁵ Le calcul des ressources propres de la Communauté dans le cadre de la « quatrième ressource » (décision 88/376/CEE, Euratom) repose sur l'évaluation du PIB selon le SEC. Tout changement de celui-ci induit donc une modification des contributions. Dans le cas présent, l'impact étant différent suivant les pays, les parts respectives de chacun seraient modifiées.

Ce rapport a un caractère provisoire, car les chiffres obtenus connaîtront certainement des révisions et devront être complétés sur un plus grand nombre d'années. Observant la stabilité des estimations et leur comparabilité entre les États membres, la Commission conclut cependant à la faisabilité de la répartition à condition que des améliorations continuent d'être apportées aux sources de données.

Les comptes nationaux financiers français, construits sur des bases très détaillées en termes d'opérations et de relations entre les secteurs sont à même de satisfaire à ces exigences méthodologiques. Toutefois le chiffrage de SIFIM pour la version provisoire des comptes présente une difficulté plus grande que les calculs effectués pour les versions ultérieures, car il repose sur un ensemble de données très largement estimées et insuffisamment détaillées pour permettre une mise en œuvre complète de la méthode décrite ici. Ce problème a été reconnu par EUROSTAT, qui a dispensé les participants à l'exercice de fournir des SIFIM pour 1999.

C'est au vu de séries étendues aux années 1999 à 2001 que le rapport définitif sera présenté avant le 1^{er} juillet 2002. Le 31 décembre 2002 constitue l'échéance ultime de la décision par EUROSTAT de répartir ou non les SIFIM et, le cas échéant, d'utiliser tel ou tel taux d'intérêt de référence nécessaire au calcul des marges d'intérêt.

Jean-François BEAUCOURT – Banque de France – Direction générale des études et relations internationales



Fiche thématique

n° 4.h.

L'ÉVOLUTION DE L'INTERMÉDIATION ET DU RÔLE DES MARCHÉS

Les marchés et les intermédiaires financiers drainent les ressources excédentaires des ménages pour les orienter vers les agents économiques en position de collecter des fonds, entreprises ou administrations publiques, mettant en relation directe ou indirecte prêteurs et emprunteurs. La réalisation de la transaction suppose que soient rapprochés les besoins et les offres en ce qui concerne la durée et la taille des opérations et également le couple rendement/risque, ce qui génère des coûts de transaction. Ces problèmes essentiels sont résolus selon des modalités différentes par les intermédiaires et par les marchés financiers.

1. L'apport des intermédiaires financiers à l'opération de financement

Les banques apportent une solution aux problèmes précédemment évoqués grâce à la structure de leur bilan, dans la mesure où il n'y a pas d'affectation entre opérations de dépôt et de crédit. Elles procèdent à la transformation d'échéance (en refinançant par exemple un crédit à long terme grâce à une succession de dépôts à court terme) et de taille des opérations (en se finançant grâce à plusieurs petits dépôts pour accorder un crédit de montant élevé).

En ce qui concerne la transformation du risque, les banques diversifient leurs placements en investissant dans des secteurs économiques différents. Elles mutualisent ainsi les risques en répartissant les pertes liées à la défaillance de quelques emprunteurs entre une multitude de prêteurs. Elles réalisent enfin une répartition intertemporelle des risques en accumulant capital et réserves dans les périodes fastes, ce qui leur permet de maintenir la rémunération des prêteurs dans les périodes plus difficiles. Elles sélectionnent les emprunteurs grâce à l'information dont elles disposent du fait de leur fonction de gestionnaire de comptes et des relations de long terme entretenues avec eux. Le coût de cette gestion du risque s'impute sur la rémunération des épargnants, ce qui rend ces institutions moins concurrentielles que les marchés dans les périodes de conjoncture favorable, où ceux-ci offrent des rendements élevés. De la même manière, les frais, notamment en personnel associés au réseau de collecte de l'information privée, pèsent sur les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs.

Les compagnies d'assurance vie et les organismes de placement collectifs mutualisent et diversifient, comme les banques, le risque. Mais seules les compagnies d'assurance, comme les banques, réalisent un lissage en constituant dans les périodes favorables des réserves qu'elles pourront mobiliser dans les périodes difficiles. Les OPCVM, à cet égard, sont transparents, la valeur liquidative des titres émis reflétant strictement, à chaque instant, celle de leur actif, et la rémunération versée à leur détenteur celle que ces fonds perçoivent sur les actifs en portefeuille, aux frais de gestion près, ceux-ci étant toujours plus modestes que ceux des banques. Les compagnies d'assurance supportent des coûts importants pour gérer les risques de passif, opérations qui impliquent le recours à des actuaires et des gestionnaires d'information sur la clientèle, qu'elles répercutent également sur les épargnants. Compagnies d'assurance et OPCVM se différencient des banques par le fait qu'ils placent leur actif *via* les marchés financiers entretenant avec les emprunteurs une relation reposant sur une information publique.

2. Le perfectionnement récent des marchés en ce qui concerne la gestion du risque

La théorie économique postule que les marchés sont parfaits, ce qui suppose qu'ils soient complets. Ces marchés se sont progressivement approchés de cette complétude en s'organisant et en développant les innovations financières. Chacune de ces améliorations leur a permis de prendre petit à petit en charge, à leur manière, les fonctions qui étaient auparavant assumées pour l'essentiel par les intermédiaires financiers traditionnels, tout en offrant parfois des prix plus compétitifs. La capacité concurrentielle des intermédiaires est, en effet, limitée non seulement par leurs frais de gestion, mais aussi par les dispositions réglementaires qui les régissent (réglementation des taux débiteurs, interdiction de rémunération des dépôts à vue, taux d'usure, ratio de solvabilité...) et sont amenés à pratiquer le rationnement du crédit afin d'éviter les phénomènes de sélection adverse qui résultent de l'asymétrie d'information.

Compte tenu de la diffusion limitée de l'information, les émissions de papier privé ne permettent de rassembler qu'un petit nombre d'investisseurs et donc de ne collecter qu'un faible montant de fonds. L'appel public à l'épargne, au contraire, permet d'ajuster la taille des placements offerts à celle des financements demandés grâce à la segmentation des émissions en un nombre important de titres et à la participation de très nombreux investisseurs. Les progrès des technologies de l'information et, notamment, de l'Internet pourraient faciliter le placement de titres à l'émission, pour des montants plus faibles et des coûts néanmoins serrés.

L'adaptation, en terme d'échéance, de l'offre d'épargne à celle de la demande de fonds est obtenue, quant à elle, grâce à des marchés secondaires sur lesquels l'investisseur initial peut céder ses titres à tout moment. Toutefois, ceci suppose que ces marchés soient liquides, notamment grâce à l'existence d'un organisme central de marché, ou chambre de compensation, qui se porte contrepartie de toutes les offres et demandes au prix affiché. Les autorités de contrôle ont favorisé ce type d'organisation des marchés en associant certains avantages aux opérations qui y étaient réalisées, dont ne bénéficient pas les opérations effectuées sur les marchés de gré à gré.

S'agissant de la gestion des risques, les avancées des marchés sont plus récentes et participent à l'innovation technologique et financière. Le développement des moyens de communication électronique permet aujourd'hui à un investisseur qui dispose de fonds importants de répartir ses risques sur l'ensemble des marchés mondiaux et d'obtenir ainsi la plus importante diversification possible. Les OPCVM offrent la possibilité aux détenteurs d'un capital plus modeste de diversifier aussi leurs risques. De surcroît, la mise en place de marchés dérivés permet de dissocier finement les risques, autorisant les participants à choisir la part de risque qu'ils souhaitent assumer ou transférer à un investisseur plus désireux ou plus à même de l'assurer moyennant rémunération.

L'innovation financière et technologique a ainsi permis aux marchés de concurrencer davantage les intermédiaires financiers, tout en améliorant la rémunération des investisseurs et en offrant des taux plus compétitifs aux emprunteurs. Mais, les marchés restent à ce jour incapables de gérer le risque non diversifiable par un lissage intertemporel et des crises récurrentes continuent à faire subir aux investisseurs des pertes en capital. Il semble, en outre, que dans les pays anglo-saxons, où ils se sont développés le plus rapidement, ils ont empêché les banques de recourir au lissage intertemporel en leur imposant des prix qui ne leur ont pas permis d'accumuler des réserves¹. La complexification des opérations de marché, le fait que les principaux intervenants soient des professionnels génèrent des « coûts de participation »² si élevés que les ménages et les entreprises préfèrent passer par des intermédiaires pour effectuer leurs investissements ou pour lever des fonds sur les marchés. Ainsi, courtiers, entreprises d'investissements et autres intermédiaires de marché réalisent l'interface entre les investisseurs et le marché, sans inscrire ces opérations à leur bilan, prélevant néanmoins des commissions imputées, sur le rendement servi à l'investisseur final.

Les banques se sont adaptées aux demandes des agents non financiers en émettant aussi des titres et en acquérant. Elles peuvent aussi aider leurs clients à sélectionner leurs investissements et leurs couvertures (gestion pour compte de tiers), se porter contrepartie aux demandes de leurs clients pour des produits dérivés et accorder des garanties concernant la bonne fin non seulement d'un crédit mais aussi d'une émission de titres (activités de hors bilan). Au lieu de facturer sous forme d'intérêt prêteur le coût du risque pris en charge, elles perçoivent des commissions et des primes.

Ces transformations ont imposé une concurrence et des restructurations auxquelles tous les opérateurs traditionnels n'ont pas pu s'adapter. L'innovation technologique a cependant plutôt redistribué les cartes que fait disparaître les intermédiaires traditionnels, conduisant ces derniers à partager leurs parts de marché avec de nouveaux intermédiaires et à rechercher les créneaux les mieux à même de leur permettre d'exploiter leurs avantages comparatifs. Cela a parfois conduit à « empiler » les activités : création d'OPCVM par les banques pour faire face à la fuite de leurs dépôts, souscrivant parfois leurs émissions de certificats de dépôts, offre par les compagnies d'assurance de contrats en unité de compte qui investissent dans des titres d'OPCVM actions, souvent gérés par une de leur filiale.

Des intermédiaires non financiers peuvent également intervenir pour mettre en relation institution financière et client. C'est par exemple le cas lorsqu'un grand distributeur offre des crédits, des produits d'épargne ou des produits d'assurance³. Il apporte une partie de sa clientèle en permettant aux intermédiaires financiers d'installer un espace dédié dans ses locaux, pouvant ainsi être rétribué. L'Internet offre également de multiples possibilités d'association entre un portail et un intermédiaire financier. En dépit de la mondialisation du marché, les autorités de contrôle imposent aux établissements, dès qu'ils exercent une « présence permanente en France », de respecter les conditions d'agrément imposées par la réglementation française, à savoir disposer au moins d'une succursale agréée par le CECEI s'il réside dans un pays tiers, avoir fait une déclaration de libre prestation de service auprès du CECEI s'il est agréé dans un pays de l'Union européenne. Ainsi, la désintermédiation éventuelle peut résulter de fuites d'activité vers d'autres pays de l'Union européenne.

Dominique DURAND – Banque de France – Direction générale des études et des relations internationales

¹ Cf. Allen Santomero « *What do financial intermediaries do ?* » *Journal of banking and finance* 25 (2001) 271-294.

² Les coûts de participation représentent l'investissement en temps et en argent nécessaire à la réalisation même de l'opération.

³ Cf. Christophe Angoulvant « *Alliance avec la grande distribution de nouvelles perspectives pour les établissements financiers* » Banque stratégie 181 – Avril 2001.



Fiche thématique

n° 4.i.

PARIS EUROPLACE

Créée en 1993, l'association Europlace vise à promouvoir en France et à l'international l'offre de services financiers existant sur la Place de Paris.

Depuis sa création, et plus encore depuis 1996 dans la perspective de la création de l'Euro et du renforcement de la compétition entre les marchés financiers européens, Europlace a sensibilisé les acteurs économiques sur l'intérêt d'une activité financière forte à Paris. L'importance d'une Place, conçue comme bassin d'emploi générateur de services financiers à valeur ajoutée, mais aussi comme facteur d'implantation des centres de décision d'entreprises et de soutien de l'économie réelle sont les thèmes qui sous-tendent les nombreuses actions engagées par l'association.

Comme les années précédentes, Europlace, en étroite association avec les professionnels, a organisé plusieurs « *roadshows* » en France et à l'étranger (Tokyo, New York, Dubaï). Les actions d'Europlace prennent également la forme d'études ponctuelles, de relations bilatérales avec leurs homologues étrangers ou de rapports sur des sujets essentiels pour la compétitivité d'une Place (rapport « de la Martinière » sur l'industrie de la gestion en 1996 – rapport « Camus » sur les émetteurs en 1999).

Au titre des activités courantes, l'année 2000 a aussi été marquée par la conception et la mise en ligne d'un site web « www.europlace.net », dédié prioritairement aux entreprises et aux investisseurs. Ce portail d'informations présente dans sa partie statistique une analyse détaillée du positionnement du marché parisien, intégrée aux principales sources officielles d'information par des liens hypertextes.

Compte tenu de la modification accélérée de l'environnement financier à l'international comme au sein de l'économie française, la communauté diversifiée des institutions qui soutiennent Europlace a souhaité donner une impulsion nouvelle aux efforts déjà engagés, avec la définition d'un plan stratégique à cinq ans. Durant la dernière année écoulée, une centaine d'experts a ainsi été conviée à une réflexion sur les perspectives de développement de la Place. Une étude préalable a permis d'apporter un regard actualisé sur les acteurs et les facteurs de croissance de l'activité financière à Paris.

Cette démarche collective, structurée au sein de cinq groupes de travail (émetteurs, investisseurs, intermédiaires, internet, environnement), a débouché sur des propositions prenant en

compte les besoins exprimés par le marché. Elles s'inscrivent dans le cadre d'un scénario de développement construit sur des bases concrètes et bien identifiées. Neuf programmes, comportant une trentaine d'actions prioritaires, ont été définis dans le triple objectif de favoriser l'évolution de l'environnement économique de la Place, de renforcer ses positions sur certains segments de marché et de mettre en valeur la richesse et la qualité de son offre de services.

La nouvelle économie est considérée dans ce cadre comme un axe à privilégier. L'amélioration des conditions de financement des « *start-ups* » est l'une des réformes que recommande avec insistance l'association. Pour Europlace, cela nécessite d'abord une plus grande implication des fonds institutionnels sur le marché des valeurs de croissance, que pourra encourager en particulier une réforme des règles d'investissement des fonds de gestion spécialisés (FCPR, FCPI...). Le meilleur financement des entreprises de la nouvelle économie pourra aussi être facilité par un assouplissement des règles de marché imposées aux jeunes entreprises, notamment en ce qui concerne les conditions d'introduction en Bourse.

Ces mesures devraient pouvoir donner au nouveau segment « *Next economy* » d'Euronext les moyens de devenir le marché de cotation de référence de la nouvelle économie en Europe.

Les experts d'Europlace mettent aussi l'accent sur le potentiel de développement qu'offre l'électronique dans le domaine de l'intermédiation (banques, courtage) : Paris, place électronique, est considérée comme un autre axe stratégique de développement. Le « *e-broking* » est en particulier un facteur de renforcement et de dynamisation de la base actionnariale, qui constitue elle-même un soutien important des nouveaux segments d'activité (marchés des valeurs de croissance, warrants, etc.).

S'agissant du recours accru aux nouvelles technologies en Europe, le jeu est encore très ouvert. Pour la Place de Paris, il y a là une opportunité à exploiter en misant sur certains éléments déterminants pour renforcer sa compétitivité dans ce domaine : l'accélération du déploiement des accès à haut débit, la baisse des coûts des télécommunications ainsi que la sécurisation des transactions par Internet.

Par ailleurs, le plan d'actions appelle la Place à prendre la pleine mesure du phénomène « *e-trading* » ou « *Alternative trade system* » pour faire en sorte que le marché parisien participe pleinement à la montée en régime des activités de marché sur plate-forme électronique.

Un troisième axe stratégique de développement de la place financière de Paris concerne la gestion collective, où la France occupe une position de premier plan en Europe. Une législation permettant la mise en place de fonds de pension est souhaitée par Europlace. L'association prône également la disparition de certaines dispositions d'ordre fiscal, qui créent des distorsions dans l'allocation de fonds entre les différents produits ou formes de gestion collective. La création d'un statut particulier de « distributeur/conseiller » de produit d'épargne est enfin souhaitée pour faciliter et sécuriser la collecte de l'épargne.

De manière générale, il est projeté que la Place se reconfigure en prenant pleinement appui sur des « noyaux centraux », « *hubs* » ou pôles d'excellence sur lesquels les grands acteurs du marché parisien pourront tout particulièrement porter leur intérêt. En dehors de certaines grandes activités génériques de type « marché des titres d'État ou de papier commercial » qui sont naturellement représentés car consubstantiels à toute place financière importante, il apparaît indispensable de pouvoir repérer certains secteurs à privilégier et à promouvoir sur la scène internationale sous forme de « *hubs* », interconnectés avec les autorités de Place, qui préfigurent l'organisation future des activités financières. Europlace identifie ainsi pour Paris quatre types d'activités qui peuvent servir de base à la création de ces pôles : l'analyse du risque, les activités sur dérivés actions, l'analyse financière sectorielle (notamment sur les secteurs technologie/information, distribution, media/communication, équipementiers télécom, et

« *utilities* ») et la nouvelle économie. Dans ces quatre domaines, l'association considère que la Place doit appuyer une activité soutenue de formation et de recherche.

Europlace insiste enfin sur la nécessité d'offrir à la fois pour les entreprises et leurs collaborateurs un cadre réglementaire et fiscal permettant d'attirer et de fidéliser les talents de tous horizons. Une série de mesures sont évoquées pour permettre un meilleur positionnement de la Place de Paris dans la compétition internationale, en particulier vis-à-vis de ses homologues européens. Dans leur esprit, elles rejoignent à certains égards les propositions figurant dans le rapport Lavenir sur « l'attractivité de la France », publié sous l'égide du ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie en décembre 2000.

Yves NACHBAUR et Alexandre DUVIVIER – Banque de France – Direction générale des opérations



5.

LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENTS ET LES MOYENS DE PAIEMENTS

*En fin de chapitre figure
la fiche thématique suivante*

5.a. Évolution et perspectives de Target

5.1. Les évolutions en matière de surveillance

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque de France exerce, dans le cadre de l'Eurosystème, la mission de surveillance des systèmes de paiement qui lui a été confiée par le législateur. En juin 2000, la Banque centrale européenne a publié une déclaration qui précise le rôle de l'Eurosystème ainsi que les modalités d'exercice de la surveillance :

- le Conseil des gouverneurs de la BCE formule les principes directeurs. En particulier, il détermine les objectifs et les modalités de la surveillance dans les cas où l'organisation et les conditions de fonctionnement des systèmes de paiement ont une incidence sur la mise en œuvre de la politique monétaire, la stabilité systémique, la mise en place de conditions de concurrence équitables, les paiements transfrontières à l'intérieur de la zone euro et avec les autres pays ;
- conformément au principe de décentralisation, la mise en œuvre de ces principes directeurs de la surveillance revient, en règle générale, à la Banque centrale nationale (BCN) du pays dont la loi régit le système de paiement. Compte tenu du développement de la participation transfrontière dans les systèmes de paiement à l'intérieur de la zone euro, l'Eurosystème favorise une approche fondée sur la coopération, la BCN concernée agissant en tant qu'autorité de surveillance principale et devant se mettre en rapport avec les autres BCN concernées, chaque fois que c'est nécessaire ;
- pour les systèmes dépourvus d'ancrage national clair, la banque centrale à laquelle incombe la responsabilité de la surveillance est celle du pays dont la loi régit le système, à moins que le Conseil des gouverneurs n'en décide autrement en se fondant sur les caractéristiques du système et ne charge la BCE de cette responsabilité.

Par ailleurs, la fusion, effective au 1^{er} janvier 2001, entre Sicovam SA et *Euroclear*, a conduit la Banque de France à engager des discussions avec les autres banques centrales, régulateurs et superviseurs concernés, en vue de définir les conditions d'une surveillance concertée des systèmes gérés par *Euroclear*.

Une démarche similaire a également été engagée pour assurer la surveillance de la chambre de compensation *Clearent*, qui assure les fonctions de contrepartie centrale d'*Euronext*, résultat de la fusion des bourses de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles. Elle vise à mettre en place un cadre de surveillance concertée de cette chambre de compensation d'instruments financiers, entre la Banque de France, la Commission bancaire, le Conseil des marchés financiers et les autres banques centrales ou régulateurs belges et néerlandais concernés.

5.2. Les instruments et les systèmes de paiement de masse

Au cours de l'année 2000, les conditions organisationnelles, techniques et financières de l'échange généralisé d'images chèques en euros dans le système interbancaire de télécompensation (SIT) ont été arrêtées. Ce projet important permettra d'achever en France la dématérialisation des échanges interbancaires d'instruments de paiement. L'année 2000 a également été marquée par l'étude engagée en vue d'améliorer la sécurité des paiements par carte bancaire, à laquelle la Banque de France a été largement associée. Enfin, la fusion de deux des trois projets de porte-monnaie électronique (Moneo et Modeus) a été réalisée.

5.2.1. Évolutions quantitatives

Les instruments de paiement

En 2000, le chèque est demeuré l'instrument de paiement le plus utilisé en France, représentant 43,8% des paiements en montant et 36,7% en nombre. Toutefois, une nouvelle diminution du poids relatif du chèque au profit principalement de la carte bancaire, de l'avis de prélèvement et du virement a été constatée (tableau ci-dessous).

INSTRUMENTS DE PAIEMENT DE MASSE (1)						
	Nombre d'opérations (en millions)		Variation (en %)	Montant (en milliards d'euros)		Variation (en %)
	1999	2000 (2)	2000/1999	1999	2000 (2)	2000/1999
Chèques	3 684,9	3 761,6	2,1	1 948,4	1 922,4	- 1,3
Chèques « papier »	3 381,9	3 453,9	2,1	1 920,4	1 896,5	- 1,2
Images chèques	303,0	307,7	1,5	28,0	25,9	- 7,6
Virements de masse	1 383,3	1 473,5	6,5	1 459,2	1 521,1	4,2
LCR	121,2	116,5	- 3,8	444,2	446,3	0,5
Avis de prélèvement	1 219,2	1 327,9	8,9	260,8	285,7	9,5
TIP	131,6	134,0	1,8	38,0	38,9	2,4
Télépaiements	0,4	0,6	37,1	3,7	6,3	70,8
Paiements par cartes	2 443,5	2 781,6	13,8	111,4	127,5	14,4
Retraits (3)	614,6	651,2	6,0	30,8	32,7	6,2
TOTAL	9 598,7	10 247,0	6,8	4 296,5	4 380,8	2,0

(1) Instruments de paiement échangés dans les systèmes interbancaires, soit environ 80% du volume total des paiements scripturaux ; les 20% restant relèvent d'un traitement intrabancaire ou d'échanges dans le cadre d'accords bilatéraux.
(2) Estimations.
(3) Ces retraits aux distributeurs automatiques de billets (DAB) au moyen d'une carte ne sont pas un instrument de paiement, mais de conversion de la monnaie scripturale en monnaie fiduciaire ; toutefois, en tant que tels, ils sont la première étape de paiements et peuvent se substituer à d'autres instruments (chèques, paiements par carte).
Source : Banque de France – Direction des services bancaires – SETEC (SIT)
Réalisation : Banque de France – Direction des systèmes de paiement – SEPI

Le paiement par carte bancaire a enregistré la plus forte progression en termes de nombre de transactions (+ 13,8%, après + 12,9% en 1999) et conforte ainsi sa place de deuxième instrument scriptural avec 27,1% du nombre des paiements, devant le virement (14,4%) et l'avis de prélèvement (13%). La carte bancaire est utilisée par plus de 38 millions de porteurs, qui ont effectué en 2000 près de 3,3 milliards de paiements et plus de 1 milliard de retraits d'espèces.

Les systèmes de paiement de masse

Les systèmes de paiement traitant des instruments de paiement de masse ont vu leurs volumes et valeurs évoluer comme suit entre 1999 et 2000.

SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE						
	Nombre d'opérations (en millions)		Variation (en %)	Montant (en milliards d'euros)		Variation (en %)
	1999	2000	2000 /1999	1999	2000 (1)	2000/1999
Paievements de masse	9 598,7	10 247,0	6,8	4 296,5	4 380,8	2,0
Chambres de compensation	3 381,9	3 453,9	2,1	1 920,4	1 896,5	- 1,2
Système interbancaire de télécompensation (SIT)	5 913,8	6 485,3	9,7	2 348,1	2 458,4	4,7
Centres régionaux d'échange d'images chèques (CREIC)	303,0	307,7	1,5	28	25,9	- 7,6
(1) Estimations						
Source : Banque de France – Direction des services bancaires – SETEC (SIT)						
Réalisation : Banque de France – Direction des systèmes de paiement – SEPI						

Le système interbancaire de télécompensation (SIT) confirme la place majeure qu'il occupe dans les circuits d'échange de paiements de masse, tant pour ce qui est des volumes (6 485 millions d'opérations en 2000, soit une hausse de 9,7% par rapport à 1999) que des montants d'opérations échangées (2 458 milliards d'euros, soit une hausse de 4,7% par rapport à 1999). L'ensemble formé par les chambres de compensation de chèques (qui comprennent la Chambre de compensation des banquiers de Paris, les 102 chambres de compensation gérées par les succursales de la Banque de France et la Chambre de compensation de Monaco) a traité 3 454 millions d'opérations en 2000 (soit une hausse de 2,1% par rapport à 1999), représentant une valeur de 1 896 milliards d'euros (soit une baisse de 1,2% par rapport à 1999). Enfin, les centres régionaux d'échange d'images chèques (CREIC), ont vu leur part croître en volume (307,7 millions d'opérations en 2000, soit une hausse de 1,5% par rapport à 1999) et diminuer en valeur (25,9 milliards d'euros, soit une baisse de 7,6% par rapport à 1999).

5.2.2. Le projet d'échange généralisé d'images chèques

La profession bancaire a décidé la mise en œuvre de l'échange généralisé des chèques en euros sous forme d'images chèques dans le système interbancaire de télécompensation (SIT). Cette réforme, qui coïncidera avec l'achèvement du passage à l'euro scriptural (prévu le 1^{er} janvier 2002), constitue la dernière étape du processus de modernisation du système de paiement de masse français et confirme la place du SIT en tant que premier système au monde, en terme de volume d'opérations traitées.

L'échange interbancaire d'images chèques (ou EIC) vise à substituer à l'échange physique des formules de chèques en chambre de compensation leur recouvrement au moyen de l'échange dans le SIT d'enregistrements électroniques constitués à partir du contenu de la ligne magnétique des chèques, complétée du montant. Un certain nombre d'établissements pratiquent d'ores et déjà l'échange d'images chèques, soit dans le cadre des centres régionaux d'échange d'images chèques (CREIC) gérés par la Banque de France, soit sur la base d'accords bilatéraux. En outre, la non-circulation interne des chèques est également mise en œuvre dans la plupart des réseaux. Le projet EIC va généraliser ces pratiques dans la mesure où il concernera l'ensemble des chèques libellés en euros pour l'ensemble des établissements tirés.

Pour la quasi-totalité des valeurs, le banquier présentateur, après avoir confectionné l'image chèque à remettre au SIT, aura la charge d'archiver la vignette pour le compte de son confrère ; les chèques seront dits dans ce cas « non-circulants ». La formule physique elle-même sera conservée

sur une période de deux mois minimum et sa reproduction devra pouvoir être fournie à première demande durant dix ans. À côté de ce schéma général, un nombre limité de valeurs, présentant des caractéristiques spécifiques (comme les chèques supérieurs à 5000 euros) ou à des fins de vérification, aura le statut de chèques « circulants » qui nécessitera, parallèlement à l'échange comptable dématérialisé, un acheminement physique de la formule jusqu'au banquier tiré. La remise correspondante s'effectuera au sein de centres d'échanges physiques des chèques (CEPC).

Le calendrier de réalisation de cette réforme est calé sur la généralisation de l'utilisation des chèques euro. Parallèlement, les circuits d'échange des chèques francs disparaîtront avec la fermeture programmée de l'ensemble des chambres de compensation et des CREIC.

5.2.3. La sécurité des cartes bancaires

La fraude sur les cartes bancaires, d'un niveau très faible en France, grâce à l'utilisation de cartes à microprocesseur, a augmenté en 2000, tant pour les paiements que pour les retraits. La possibilité de donner un ordre de paiement par simple communication d'un numéro de carte et de sa date de fin de validité a été utilisée par des fraudeurs pour des commandes sur Internet ou pour le rechargement à distance de cartes de téléphone. S'agissant des retraits, une partie des distributeurs automatiques de billets (DAB) ne fonctionnait qu'en lisant la seule piste magnétique des cartes. Cette caractéristique a rendu possible l'utilisation de cartes factices pour retirer des espèces aux distributeurs de billets. En dépit de cette hausse des pratiques frauduleuses, les montants en cause restent relativement faibles, si on les compare au total des transactions. Ainsi, les taux de fraude publiés par le Groupement des cartes bancaires n'ont atteint que 0,026% pour les paiements et 0,017% pour les retraits. Un plan d'action, conforme au souhait exprimé par la Banque de France, a été adopté par le Groupement des cartes bancaires, visant à renforcer la sécurité du système. À la fin de l'année 2000, l'effort était déjà bien engagé, notamment pour la sécurisation des paiements et la mise à niveau des distributeurs de billets.

Parallèlement, le Secrétaire d'État aux petites et moyennes entreprises, au commerce, à l'artisanat et à la consommation a créé, en avril 2000, deux groupes de travail visant, l'un à faire le point sur les systèmes de sécurité informatique des cartes de paiement et l'autre à dresser un état des lieux général de la protection des cartes de paiement, des terminaux de paiement et des distributeurs de billets.

5.2.4. La monnaie électronique

La Société européenne de monnaie électronique (SEME), émettrice du porte-monnaie électronique (PME) Moneo, et la société Modeus ont annoncé en juillet 2000 la signature d'un protocole d'accord portant sur la fusion de leurs deux organisations. La convergence de deux des trois projets français (le projet Mondex du Crédit mutuel poursuit son expérience pilote à Strasbourg) constitue une étape majeure dans le développement du porte-monnaie électronique en France. La nouvelle société, qui regroupe les principaux établissements de crédit français, a communiqué un calendrier ambitieux de déploiement. Le produit Moneo a ainsi été lancé dans les villes de Brest, Quimper et Morlaix en novembre 2000. Le déploiement à Montpellier, Poitiers, Lyon et Bordeaux est prévu pour le premier semestre 2001. La décision de généraliser le PME Moneo se fonde sur les résultats encourageants obtenus par le produit à Tours.

L'évaluation de la sécurité des composants les plus sensibles (PME et module de sécurité) s'est poursuivie, dans la perspective d'un déploiement national des projets. Cette évaluation s'inscrit dans le schéma national d'évaluation et de certification de la sécurité des technologies de l'information, dont la direction centrale de la sécurité des systèmes d'information (DCSSI),

rattachée au Premier ministre, a la responsabilité. Les cartes et les terminaux de paiement sont ainsi testés par des laboratoires indépendants. La vérification de la sécurité des systèmes dans leur ensemble s'est fondée sur les audits menés par la Société financière du porte-monnaie électronique (SFPMEI), qui garantit les avoirs enregistrés dans les porte-monnaies électroniques.

La directive sur l'activité des institutions de monnaie électronique, ainsi que leur surveillance prudentielle (Directive 2000/46/CE) a été adoptée en septembre 2000. Cette directive prévoit que les émetteurs de monnaie électronique sont inclus dans la catégorie des établissements de crédit, avec un régime prudentiel allégé. Elle n'aura que peu d'impact sur le statut des émetteurs en France, qui ont déjà le statut d'établissement de crédit.

5.2.5. L'impact du passage à l'euro sur les instruments de paiement scripturaux

Tout comme le passage à l'euro fiduciaire, le passage à l'euro des instruments de paiement scripturaux implique de nombreux acteurs : banques, entreprises, commerçants mais aussi chaque particulier.

Le scénario du passage à l'euro scriptural, approuvé par le Conseil national de l'euro (CNE), présidé par le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie, vise à permettre un achèvement des travaux de préparation fin octobre 2001. Une fois la distribution d'instruments de paiement permettant de régler en euros généralisée et les dispositifs d'acceptation chez les commerçants adaptés, les acteurs pourront consacrer le dernier trimestre de 2001 au passage à l'euro fiduciaire.

Le chèque

Depuis le 1^{er} janvier 1999, le client d'un établissement de crédit peut émettre des chèques en euros, que son compte soit tenu en euros ou en francs. Dans cette dernière hypothèse, la conversion des opérations est réalisée, gratuitement, par la banque.

Il a été décidé de créer des formules de chèques spécifiques en euros. En effet, un type de chéquier par expression monétaire contribue, dans cette période d'apprentissage, à limiter tout risque d'erreurs dans le libellé des sommes et également tout risque de fraude. Le chéquier en euros est délivré dans les mêmes conditions, notamment tarifaires, que le chéquier en francs.

La « mutation », c'est-à-dire la modification de l'expression monétaire pré-imprimée sur les formules de chèques, est source de risques importants, ou le libellé en francs d'un chèque en euros, tant pour les émetteurs de chèques que pour les bénéficiaires. Cette pratique doit être proscrite. Au demeurant, les chèques comportent une mention spéciale « à rédiger exclusivement en francs » pour les chèques en francs et « à rédiger exclusivement en euros » pour les chèques en euros. Le chéquier en euros.

Le chéquier en euros n'est pas un chéquier européen.

En raison de différences juridiques et techniques, le chèque, même libellé en euros, reste un instrument de paiement national. Le chèque, dont l'usage est beaucoup plus répandu en France que dans la plupart des autres pays de la zone euro, n'est généralement pas accepté à l'étranger pour le règlement d'un achat.

Au cours de l'année 2000, les banques n'ont distribué des chèquiers en euros que sur demande de leur clientèle. À partir du deuxième trimestre 2001, les banques ont commencé à

généraliser la distribution de chéquiers en euros. Elles ne remettront plus que des chèques en euros, sauf demande expresse du client, à partir du quatrième trimestre, date à laquelle les comptes bancaires auront eux-mêmes été convertis à l'euro. En effet, à partir du 1^{er} juillet 2001, les établissements de crédit prendront l'initiative de basculer à l'euro les comptes de leurs clients, en les ayant au préalable informés des modalités pratiques de l'opération.

À partir du 1^{er} janvier 2002, l'émission de chèques en francs sera prohibée. Les formules de chèques en francs devront être détruites ou restituées à la banque.

La carte de paiement

Toute carte bancaire permet d'ores et déjà d'effectuer indifféremment des paiements en francs ou en euros. Une carte est rattachée à un compte, pas à une monnaie de paiement, et rend possible des paiements en francs et en euros quelle que soit la monnaie de tenue du compte. Pour payer en euros avec une carte bancaire, il suffit que le terminal de paiement du commerçant soit adapté pour les transactions en euros.

À la fin de l'année 2000, de nombreux terminaux étaient d'ores et déjà adaptés à l'euro. Les mises à niveau vont se poursuivre en 2001. En règle générale, les commerçants qui acceptent les paiements en euros affichent un logo, ce qui implique de leur part le respect d'un certain nombre de règles comme le double affichage des prix en francs et en euros ainsi que l'application du taux de conversion officiel.

À partir du 1^{er} janvier 2002, les paiements par cartes en francs seront prohibés.

Virements, TIP, prélèvements

Depuis le 1^{er} janvier 1999, il est possible d'émettre un virement en euros quelle que soit la monnaie de tenue de compte du destinataire.

Les ordres de virements permanents sont automatiquement convertis en euros par les banquiers lors du basculement des comptes. Ils sont portés au crédit du compte du destinataire en euros si son compte est en euros, en francs si son compte est en francs.

L'émission postérieure au 31 décembre 2001 d'un prélèvement libellé en francs est interdite.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les titres interbancaires de paiement (TIP) peuvent être émis en euros par les créanciers. Pour limiter le risque de confusion, il a été décidé de créer une formule spécifique, avec un pictogramme euro. De plus, en cas d'affichage du montant sur la facture dans les deux monnaies, celle utilisée pour le règlement, franc ou euro, est clairement mise en évidence.

La communauté bancaire encourage fortement les créanciers à généraliser l'émission de factures et de TIP en euros au plus tard en septembre 2001. C'est le cas pour EDF depuis le mois de janvier 2001.

La production par le créancier d'un TIP libellé en francs est interdite après le 31 décembre 2001.

Depuis le 1^{er} janvier 1999, les créanciers peuvent émettre des prélèvements en euros, quelle que soit la monnaie de tenue de compte du débiteur. L'information préalable des débiteurs est une règle générale de fonctionnement du prélèvement. Celle-ci est réalisée, selon le type de situation, au coup par coup ou plus globalement par un échéancier s'il s'agit de montants prédéterminés.

Pour éviter toute difficulté en fin de période transitoire, il est souhaitable que les créanciers migrent de façon anticipée à l'euro. Cette migration devrait intervenir au plus tard en septembre 2001. Pour les débiteurs, le passage à l'euro des prélèvements n'entraîne pas de conséquences particulières.

La remise postérieure au 31 décembre 2001 d'un prélèvement libellé en francs est interdite.

5.2.6. Les services de paiement de masse transfrontière dans la zone euro

L'existence de services de paiement transfrontières efficaces et sûrs est essentielle pour le bon fonctionnement du marché unique. La généralisation de l'euro va encore accentuer ce besoin car le citoyen européen comprendra mal qu'avec une monnaie unique il existe encore des différences dans la qualité du service rendu et dans les coûts entre les paiements domestiques et les paiements intra-européens transfrontières.

Devant ce constat, la Commission européenne a, à plusieurs reprises, incité la profession bancaire à améliorer les choses. Plus récemment, l'Eurosystème a, dans un rapport publié en septembre 1999¹, fixé sept objectifs visant à permettre une amélioration substantielle des conditions dans lesquelles les paiements sont effectués dans l'Espace européen : un premier bilan des efforts accomplis a été publié en septembre 2000.

Le secteur des services bancaires et de paiements s'est clairement engagé à remplir les objectifs de l'Eurosystème et a porté son attention sur le traitement des virements transfrontières, comme cela lui avait été demandé. La plupart des objectifs ne sont pas atteints actuellement mais des progrès substantiels ont été réalisés pour améliorer les conditions de traitement, au niveau intrabancaire et interbancaire, des virements transfrontières. Ainsi, le secteur bancaire a convenu de normes à respecter pour assurer un traitement automatique de bout en bout (STP) des virements transfrontières. L'Association bancaire pour l'euro a lancé en novembre 2000 un système de paiement conçu spécialement pour les paiements transfrontières de détail. À compter de 2002, les paiements transfrontières inférieurs à 12 500 euros n'auront plus à faire l'objet d'une déclaration statistique auprès de la Banque de France dans le cadre de la confection de balance des paiements. Ceci entraînera un allègement des contraintes administratives des banques, ce qui devrait permettre une baisse des coûts. Enfin, un projet de commission de paiement interbancaire multilatérale destiné à assurer une rémunération de la banque du bénéficiaire dès lors que les commissions sont perçues par la banque de l'émetteur (ordre dit « our ») a été élaboré et a été soumis à l'approbation de la Commission européenne.

5.3. Les systèmes de paiement de montant élevé

L'infrastructure technique de la place de Paris n'a pas connu en 2000 d'évolutions majeures après les changements importants intervenus en 1999. Cette infrastructure s'articule autour de deux systèmes : Transferts Banque de France (TBF) et *Paris Net Settlement* (PNS).

Créé en 1997, le système TBF constitue depuis le 4 janvier 1999 la composante française du système transfrontière Target, formé par l'interconnexion des systèmes à règlement brut en temps réel (*Real Time Gross Settlement* – RTGS) des quinze pays de l'Union européenne. Il est géré par la Banque de France.

¹ « *Improving retail cross-border payment systems services* ».

Mis en service en 1999, PNS est un système net à règlement en monnaie de banque centrale et en continu. Il est géré par la Centrale des règlements interbancaires (CRI), société détenue conjointement par la Banque de France et dix établissements de crédit.

Grâce aux liens existant entre TBF et PNS, les participants aux deux systèmes disposent de la possibilité de transférer tout au long de la journée et en temps réel leur liquidité d'un système à l'autre selon leurs besoins.

En 2000, la mise en œuvre d'une fonction de pré-alimentation de PNS en monnaie centrale dès l'ouverture du système a permis d'améliorer la fluidité des échanges en début de journée. Par ailleurs, la Banque de France a entamé une réflexion, qui aboutira en 2001, afin de développer les niveaux de priorité dans TBF.

Avec 353 milliards d'euros par jour échangés dans les systèmes français en moyenne au cours de l'année 2000, soit une hausse de 1% par rapport à 1999, la place de Paris conserve une part de marché relativement stable dans l'ensemble des systèmes de paiement de montant élevé en euros (24%, contre 26% en 1999). Néanmoins, les systèmes français ont connu une évolution contrastée : si TBF a acheminé 5% de paiements de plus en 2000 qu'en 1999 (267 contre 256 milliards d'euros par jour), en raison de la hausse globale du trafic dans Target et du report vers ce système des opérations auparavant réglées par des accords de correspondant, en revanche PNS a enregistré une baisse de 8% de la valeur de ses paiements (86 contre 93 milliards d'euros par jour).

SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ						
	Nombre d'opérations (en moyenne par jour)		Variation (en %)	Montant (en milliards d'euros, en moyenne par jour)		Variation (en %)
	1999	2000 (1)	2000/1999	1999	2000 (1)	2000/1999
Paiements de montant élevé	28 885	33 493	16	348	353	1
TBF (domestique)	5 424	7 349	36	200	207	3
TBF (transfrontière en émission)	3 395	4 515	33	55	60	9
SNP/PNS (2)	20 066	21 629	8	93	86	-8

(1) Estimations
(2) Le système PNS a remplacé le système SNP le 19 avril 1999

Source : Banque centrale européenne et Banque de France – Direction des services bancaires – SETEC (SIT)
Réalisation : Banque de France – Direction des systèmes de paiement – SEPI

5.4. La compensation des instruments financiers

Clearnet SA est devenu le 1^{er} février 2001 la chambre de compensation unique de la bourse Euronext, issue de la fusion des bourses française, belge et néerlandaise. *Clearnet SA* agit en tant que contrepartie centrale, donnant sa garantie à une large gamme de produits : opérations de bourse conclues sur les marchés de Paris, Amsterdam ou Bruxelles, contrats à terme, options, opérations hors-marché. La chambre de compensation s'appuie sur le système *Clearing 21*, lancé en septembre 2000, qui traite à la fois les produits au comptant et dérivés, et effectue une compensation multiproduits. Cette plate-forme multidevises, qui offre des fonctionnalités étendues, fonctionne et rend compte de ses opérations à ses participants en temps réel. Toutefois, en attendant la mise en place de *Clearing 21* dans les succursales belge et hollandaise de *Clearnet SA*, celles-ci continuent à utiliser leurs propres plates-formes. À l'issue de cette période d'intérim, qui devrait s'étendre jusqu'en automne 2001, les trois centres auront les mêmes procédures de gestion des

risques. En 2000, *Clearnet SA* a traité 88,9 millions d'opérations, représentant une valeur totale de 1 990 milliards d'euros.

5.5. Les systèmes de règlement livraison de titres

Le système Relit grande vitesse (RGV) est le système de règlement livraison de la place de Paris pour les transactions de gré à gré de montant élevé. Il permet de régler de façon définitive et en temps réel les opérations sur titres, grâce à l'utilisation de monnaie centrale. Les participants à RGV disposent de comptes en monnaie de banque centrale, qui peuvent être alimentés grâce à la liaison existant entre TBF et RGV, qui permet d'effectuer des transferts de monnaie de banque centrale vers l'un ou l'autre des deux systèmes à tout moment de la journée. Le cas échéant, des pensions livrées intrajournalières avec la Banque de France sont mises en place de façon automatique afin de permettre le dénouement des opérations.

Les systèmes Relit et Relit + continuent d'être utilisés, respectivement pour les catégories de titres qui ne sont pas éligibles à RGV (actions principalement) et pour des opérations également admises dans RGV mais ne nécessitant pas un règlement immédiat. Ces deux filières fonctionnent sur la base d'un règlement différé jusqu'au déversement des soldes espèces dans TBF. À l'horizon de mai 2001, il est prévu de fermer la filière Relit et d'utiliser Relit + y compris pour le règlement des transactions sur actions.

Les transactions sur titres dénouées par l'intermédiaire des systèmes gérés par Sicovam SA² ont été en 2000 au nombre de 40,8 millions (en hausse de 47,0% par rapport à l'année 1999), pour un montant de capitaux échangés de 36 849 milliards d'euros (en baisse de 5,3%, cette évolution contrastée en volume et en valeur étant due à une baisse de la valeur moyenne de la transaction). Par ailleurs, la capitalisation des titres enregistrés chez Sicovam SA a atteint 3 506 milliards d'euros, toutes valeurs confondues, en progression de 7,5% par rapport à l'année 1999.

À la fin de l'année 2000, onze liens établis par Sicovam SA avec des dépositaires étrangers avaient été reconnus éligibles par l'Eurosysteme, permettant aux titres émis dans ces systèmes étrangers de règlement de titres³ d'être remis en garantie auprès de la Banque de France directement par l'intermédiaire de RGV, dans le cadre des opérations de politique monétaire ou de crédit intrajournalier dans le système de paiement. Fin décembre 2000, environ 7% des actifs utilisés en garantie au cours de l'année avaient été remis à la Banque de France par le biais des liens, soit près de 6 650 milliards d'euros. Ces liens peuvent également être utilisés pour des opérations commerciales sur titres.

Outre les liens entre systèmes de règlement de titres, le MBCC ou modèle de la banque centrale correspondante, mis en œuvre par l'Eurosysteme, a continué à être utilisé par les contreparties de la Banque de France pour remettre en garantie les actifs éligibles émis et déposés dans un système de règlement de titres étranger. Ces titres sont conservés sur les livres des autres banques centrales de l'Eurosysteme. Le montant de titres étrangers remis au cours de l'année 2000 via le MBCC en garantie d'opérations avec la Banque de France a dépassé 990 milliards d'euros, soit 12% de la totalité des actifs livrés en garantie par les banques françaises.

² Euroclear France à compter de janvier 2001.

³ Les systèmes allemand (*Clearstream* Allemagne), autrichien (OeKB), belges (*Euroclear*, système de la Banque nationale de Belgique et CIK), espagnols (*Cade et SCLV*), finlandais (*APK*), italien (*Monte Titoli*), néerlandais (*Necigef*) et luxembourgeois (*Clearstream* Luxembourg).

À la suite du partenariat conclu en novembre 1999 entre d'une part Sicovam SA et ParisBourse SA (devenu entre-temps filiale d'Euronext, holding de droit néerlandais contrôlant trois filiales respectivement en charge des marchés de Paris, Amsterdam et Bruxelles et, d'autre part, le dépositaire international *Euroclear* localisé en Belgique, la fusion entre *Euroclear* et Sicovam SA a eu lieu le 10 janvier 2001. Au terme de cette fusion, Sicovam SA est devenue *Euroclear* France, filiale d'*Euroclear*. En contrepartie, les actionnaires de Sicovam ont reçu une participation à hauteur de 16,67% dans le capital d'*Euroclear Clearance System PLC*, le groupe *Euroclear* se réservant l'option d'une prise de participation à hauteur de 20% dans le capital de *Clearnet SA*, détenu par Euronext. Préalablement, la Banque de France avait cédé sa participation de 40% dans le capital de Sicovam SA à *Soparsico*, représentant les actionnaires bancaires de Sicovam SA. En septembre 2000, les dépositaires centraux *CIK* (Belgique) et *Necigef* (Pays-Bas) ont annoncé leur accord de principe pour une fusion dans le Groupe *Euroclear*.

Le nouvel ensemble *Euroclear* vise à mettre à la disposition de ses participants les systèmes existants et complémentaires en matière de règlement livraison (RGV pour le règlement en monnaie de banque centrale et le système *Next* pour le règlement en monnaie commerciale) et il est appelé à jouer un rôle essentiel dans la fourniture de services à Euronext.

5.6. La monnaie fiduciaire

5.6.1. Évolution de la monnaie fiduciaire

Le montant des pièces et billets en circulation s'élevait, à fin 31 décembre 2000, à 320 milliards de francs contre 320,6 milliards de francs un an auparavant, avec une répartition de l'encours en billets et pièces de 302,2 milliards de francs et 17,8 milliards respectivement (contre 303,4 et 17,2 milliards de francs à fin 1999). En tendance, la part de la monnaie fiduciaire dans l'agrégat M1 demeure orientée à la baisse, et représentait à la fin de l'exercice 2000, 12,1% de cet agrégat (contre 13,0% fin 1999 et 13,3% fin 1998).

Le rythme de progression l'encours des billets en circulation se ralentit en fin d'année 2000.

Le montant des billets en circulation a enregistré un recul de 0,4% en glissement annuel, qui résulte du gonflement temporaire des encaisses observé à la fin de l'exercice 1999 (+ 4%), par suite de l'effet « bogue an 2000 ». Le rythme de progression atteint toutefois près de 5% en moyenne annuelle contre 3% en 1999 : indépendamment de l'effet « an 2000 », l'accélération de la circulation fiduciaire qui s'était manifestée à partir du deuxième semestre 1999 s'est donc poursuivie en 2000 mais semble se ralentir en fin d'exercice. Cette croissance a résulté principalement de la hausse de la demande pour le billet de 200 francs et d'un rétablissement de la demande pour celui de 100 francs après le creux de 1998. En revanche, on a observé un retournement de tendance sur la coupure de 500 francs : après une progression continue depuis fin 1995, la circulation du billet de 500 francs atteint, en fin d'exercice, 143,5 milliards de francs soit une diminution de 11 milliards depuis décembre 1999. Cette diminution n'est pas liée à une correction de l'effet « an 2000 » qui avait principalement affecté les coupures distribuées dans les distributeurs automatiques de billets (coupures de 100 francs et 200 francs).

Ainsi, la coupure de 500 francs représentait, à fin 2000, 47,5% de la circulation totale en valeur (contre 50,9% en 1999) ; la contraction s'est traduit par une augmentation de la part relative de la coupure du 200 francs (34,5% en décembre 2000 contre 31,7% en décembre 1999) et, dans une moindre mesure, de celle du 100 francs (15,4% contre 14,9% en 1999).

ÉVOLUTION DE LA CIRCULATION DES BILLETS EN VALEUR

(en milliards de francs)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 corrigé(1)	2000 (2)
500 FRF	134,2	133,8	129,9	124,3	129,2	133,4	143,2	154,5	153,3	143,5
200 FRF	73,4	74,5	81,0	87,3	85,8	85,2	84,1	96,1	89,57	104,4
100 FRF	50,6	47,8	48,3	49,8	48,3	47,1	42,6	45,2	41,59	46,4
50 FRF	6,0	6,5	6,5	6,5	6,1	6,3	6,3	6,6	6,6	6,8
20 FRF	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
TOTAL	265,3	263,6	266,7	268,9	270,4	273,0	277,2	303,4	292,1	302,2
Variation en glissement	+ 0,5%	- 0,6%	+ 1,2%	+ 0,9%	+ 0,5%	+ 1,0%	+ 1,5%	+ 9,5%	+5,4%	+3,5%
Var. en moy. Annuelle	+ 0,2%	- 0,1%	+ 0,6%	- 0,3%	+ 1,7%	+ 1,1%	+ 2,3%	+ 3,4%	+ 3,0%	+ 4,8%
Var. en moy. Ann. déflatée	- 1,4%	- 2,6%	- 0,4%	- 1,2%	- 1,2%	- 0,2%	+ 1,2%	+ 2,1%	+ 1,7%	+ 3,0%

(1) Valeurs au 31/12/1999 corrigées de « l'effet bogue » qui a entraîné un « gonflement » temporaire, de 11 milliards de francs, des encaisses des établissements de crédit. Si ces derniers n'avaient pas adopté ce comportement de précaution, la variation 99/98 aurait été de 15 milliards au lieu des 26 milliards constatés.
(2) La comparaison avec 1999 tient compte de la correction apportée à décembre 1999.

Source et réalisation : Banque de France – Caisse Générale

ÉVOLUTION DE LA CIRCULATION DES BILLETS EN NOMBRE

(en millions de coupures)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 corrigé(1)	2000 (2)
500 FRF	268,3	267,5	259,8	248,6	258,4	266,8	286,3	308,9	306,6	287,0
200 FRF	367,1	372,4	404,8	436,5	429,2	425,9	420,5	480,4	447,9	521,9
100 FRF	506,1	478,1	482,6	497,6	482,6	471,4	426,5	453,0	415,9	464,2
50 FRF	120,9	129,8	129,8	130,8	121,1	125,2	126,5	132,4	132,4	137,1
20 FRF	55,5	52,3	51,6	51,5	52,2	52,6	50,8	51,1	51,1	52,6
TOTAL	1 317,9	1 300,1	1 328,6	1 365,0	1 343,5	1 341,9	1 310,6	1 425,8	1 353,9	1 462,8
Variation en glissement	- 0,3%	- 1,3%	+ 2,2%	+ 2,7%	- 1,6%	- 0,1%	- 2,3%	+ 8,8%	+ 3,3%	+ 8,0%

(1) Valeurs au 31/12/1999 corrigées de « l'effet bogue »

(2) La comparaison avec 1999 tient compte de la correction apportée à décembre 1999.

Source et réalisation : Banque de France – Caisse Générale

Évolution des flux de billets aux guichets de la Banque de France

Les flux aux guichets de la Banque de France se caractérisent, par rapport à 1999, par :

- une reprise des versements (+ 1,7% en valeur et + 0,9% en volume), qui pourrait traduire un retour des coupures de thésaurisation, par anticipation du passage à l'euro fiduciaire. En effet, cette hausse est imputable aux deux plus hautes valeurs faciales (500 francs et 200 francs), qui représentent en moyenne 70% des entrées en valeur et 46% des entrées en volume ;
- une décélération du rythme des prélèvements (de – 2% en valeur et de – 0,8% en volume) : d'une part, les forts prélèvements de la fin d'année 1999, imputables à l'effet « an 2000 », ont amoindri le besoin en prélèvements du mois de janvier et d'autre part les mouvements sociaux chez les transporteurs de fonds du mois de mai ont eu pour conséquence une diminution à la fois des entrées et des sorties.

ÉVOLUTION DES FLUX DE BILLETS AUX GUICHETS DE LA BANQUE DE FRANCE									
<i>(en milliards de francs et en millions de billets)</i>									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Versements (1)	619	644	662	688	722	755	757	759*	772**
Prélèvements (2)	622	641	667	696	722	758	762	787*	771**
Variation (1) + (2)	+ 5,8%	+ 3,5%	+ 3,4%	+ 4,1%	+ 4,3 %	+ 4,8%	+ 1,1%	+ 1,8%	– 0,2%
Versements (3)	3 789	3 948	4 052	4 212	4 465	4 662	4 774	4 757**	4 802
Prélèvements (4)	3 798	3 922	4 093	4 285	4 441	4 665	4 747	4 879	4 841
Variation (3) + (4)	+ 5,5%	+ 3,7%	+ 3,5%	+ 4,3%	+ 4,8%	+ 4,7%	+ 2,8%	+ 1,2%	+ 0,1%

* Dont 20 millions de billets reçus de la part des banques centrales de la zone euro (au titre de l'article 52 du Traité) pour une contre-valeur de 5,4 milliards de francs.
 ** Dont 40,6 millions de billets reçus de la part des banques centrales de la zone euro (au titre de l'article 52 du Traité) pour une contre-valeur de 9,4 milliards de francs.

Source et réalisation : Banque de France – Caisse Générale

Évolution de la circulation et des flux de monnaies métalliques

En ce qui concerne les monnaies métalliques, la circulation utile⁴ s'est accrue de 657 millions de pièces en 2000 (+ 3,6%), contre 518 millions (+ 3,0%) en 1999, ce qui la porte à 18 708 millions. En nombre de sacoches — unité de manutention et de reconnaissance des monnaies — les mouvements de monnaies aux guichets de la Banque ont poursuivi leur recul, plus marqués pour les versements (– 11,3%) que pour les prélèvements (– 7,1%).

⁴ Circulation globale diminuée des pièces de 100 francs Argent et des coupures de 2 AF, 1 AF et 1 centime.

5.6.2. Les travaux de préparation à l'euro fiduciaire

Les orientations nationales pour l'introduction des billets et des pièces en euros

Au titre de sa mission de gestion de la circulation fiduciaire, la Banque a continué de jouer, en 2000, un rôle central dans les travaux de préparation du passage à l'euro fiduciaire. Ces réflexions, menées avec l'ensemble des acteurs concernés (établissements de crédit, commerce, consommateurs...) sous l'égide du Comité national de l'euro, ont permis de clarifier certains points (date de suppression du cours légal du franc, durée de la période complémentaire de reprise des francs par les établissements de crédit) et d'approfondir divers aspects du passage à la nouvelle monnaie pour les acteurs bancaires, telles les modalités juridiques et comptables qui devaient leur être appliquées au titre des opérations de préalimentation, en conformité avec les décisions prises au cours de l'été 2000 par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Ainsi, conformément aux orientations nationales pour l'introduction des pièces et billets en euros (validées par le Comité national de l'euro du 11 février 2000), le scénario de passage à l'euro « pratique » se déroulera en France en trois étapes :

- la première phase, débutant en automne 2001, sera principalement consacrée à l'alimentation anticipée de tous les partenaires concernés. Cette phase de préparation logistique sera accompagnée d'un dispositif de communication ;
- la deuxième phase (du 1^{er} janvier au 17 février 2002) poursuivra deux objectifs : il s'agit, dans un premier temps, d'assurer la diffusion rapide des euros (la première dizaine de janvier constituera un « temps fort » à l'issue duquel la majeure partie des transactions s'effectuera en euros) ; et d'organiser le retrait progressif du franc ;
- enfin la troisième et dernière étape du scénario (du 18 février 2002 à fin juin 2002), sera la période au cours de laquelle les établissements de crédit, le Trésor Public, la Banque de France et l'IEDOM (Institut d'émission des départements d'outre-mer) continueront d'effectuer la reprise des francs.

La préparation opérationnelle des acteurs du circuit fiduciaire

Conformément à la demande du ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie exprimée lors du Comité national de l'euro du 11 février 2000, la Banque de France a mis en place sur l'ensemble du territoire des structures (Comités techniques de place) chargées de faciliter la préparation des acteurs en les aidant, en particulier, à quantifier leurs besoins liés à la préalimentation. Celle-ci débutera dès septembre 2001 pour les pièces en euros, et à partir de décembre 2001 pour les billets en euros.

Ces Comités techniques, au nombre de 75, sont présidés par les directeurs de succursales de la Banque de France, et sont composés de représentants des préfetures, des établissements de crédit et assimilés, des comptables publics et des transporteurs de fonds. Ces Comités ont fourni un important travail d'estimation des besoins en pièces présentées sous forme de conditionnements spécifiques (sachets de « premiers euros », fonds de caisse commerçants), à partir de méthodes proposées par la Banque de France et validées au niveau des instances de place.

Les travaux se poursuivent avec les estimations de besoins en billets euros et les prévisions de retour des francs. Une nouvelle dimension des réflexions va être prochainement mise en œuvre avec l'intégration directe, dans les Comités techniques de place, de structures commerciales, en particulier d'opérateurs de la grande distribution.

GRANDES ÉTAPES DE LA MISE EN PLACE DE L'EURO EN FRANCE

1er janvier 1999 :	Euro, monnaie de la France ; Franc, subdivision de l'euro Politique monétaire en euros Conversion de la dette publique en euros Marchés de capitaux en euros
1er juillet 2000 :	Marchés publics en euros
1er semestre 2001 :	Une grande majorité des entreprises doivent avoir terminé leur préparation à l'euro
Juillet 2001 :	Les bulletins de paie des fonctionnaires sont convertis en euros
1er septembre 2001	Dévoilement de l'apparence visuelle des billets euros et des signes de sécurité « grand public »
1er septembre 2001 :	Début de la pré-alimentation des banques commerciales en pièces en euros
1 ^{er} décembre 2001 :	Pré-alimentation des banques commerciales en billets en euros
1 ^{er} décembre 2001 :	Début de la pré-alimentation des commerçants en billets et pièces en euros
14 décembre 2001 :	Distribution des kits de pièces (sachets « premiers euros ») au grand public
1 ^{er} janvier 2002 :	Introduction des billets et des pièces en euros Fin de la monnaie scripturale en francs
17 février 2002 :	Les billets et pièces en francs n'ont plus cours légal
30 juin 2002 au plus tard :	Fin de la période d'échange des billets et pièces en francs aux guichets des établissements de crédits et assimilés ou des Institutions financières monétaires
17 février 2005 :	Fin de la période d'échange des pièces en francs auprès de la Banque de France, du Trésor public et de l'IEDOM (Institut d'émission des départements d'outre-Mer)
17 février 2012 :	Fin de la période d'échange des billets en francs auprès de la Banque de France et de l'IEDOM

Fiche thématique

n° 5.a.

ÉVOLUTIONS ET PERSPECTIVES DE TARGET

Target est le système constitué par les quinze systèmes de règlement brut en temps réel (*Real-time gross settlement systems – RTGS*) fonctionnant en euros, plus le mécanisme de règlement de la Banque centrale européenne. Conçu pour faciliter la mise en œuvre de la politique monétaire unique et un fonctionnement efficace du marché monétaire en euros, ainsi que pour améliorer la sécurité et l'efficacité des paiements transfrontières en euros, Target fonctionne depuis le 4 janvier 1999 et compte environ 5 000 participants directs en Europe. Toutes les opérations de politique monétaire en euros ainsi que le règlement de fin de journée des systèmes de paiement fonctionnant en euros s'effectuent via Target ; les établissements de crédit peuvent également y régler leurs paiements de banque à banque ou de clientèle (les paiements dont le donneur d'ordre et/ou le bénéficiaire sont des entités non bancaires).

Lors de ses deux premières années de fonctionnement, Target s'est imposé comme vecteur privilégié pour l'exécution des paiements de montant élevé en euros.

MONTANT MOYEN QUOTIDIEN DES ÉCHANGES DANS LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ EN EUROS			
<i>(en milliards d'euros)</i>			
	1999	2000	variation
Target	924	1 033	12%
<i>dont paiement domestiques</i>	565	601	6%
<i>dont paiements transfrontières</i>	360	432	20%
Autres systèmes	418	445	6%

Source et réalisation : Banque de France – Direction des systèmes de paiement – SEPI

Les évolutions fonctionnelles

À partir de novembre 2000, un nouveau type de message de paiement, le SWIFT MT103, a été mis en place dans Target. Son objectif est d'améliorer l'exécution des paiements de clientèle. Une version du MT103 permettant un meilleur degré d'automatisation dans l'exécution des paiements a simultanément été mise en place dans Target : il s'agit du MT103 +, dont le format est structuré de manière à assurer une transmission de l'information entre le donneur d'ordre et le bénéficiaire du paiement selon les standards STP (*Straight through processing*). Le 29 décembre 2000, soit un mois après leur mise en œuvre, les MT103 et MT103 + représentaient 27% de l'ensemble des paiements de clientèle réalisés dans Target.

En 2001, l'inclusion aux messages de paiement du « *debit timestamp* », qui indique l'heure à laquelle le paiement a été débité par la Banque centrale titulaire du compte de la banque émettrice, devrait être généralisée à tous les RTGS connectés à Target. Cette indication fera foi dans la détermination par la banque réceptrice de la date de valeur à appliquer pour porter le paiement au crédit de son bénéficiaire final.

Enfin, l'Eurosystème se prépare à la mise en place du système de règlement des opérations de change CLS dont le démarrage est prévu fin octobre 2001. CLS fonctionnera dans sept devises (l'euro, le dollar australien, le franc suisse, le dollar canadien, la livre sterling, le yen et le dollar américain) et impliquera l'exécution de paiements échancés dans les RTGS fonctionnant dans chacune de ces devises, y compris Target pour l'euro. Dans cette perspective, l'Eurosystème a entamé des travaux visant à permettre en toutes circonstances un règlement optimal des opérations relatives à CLS dans Target qui comprennent notamment l'élaboration d'un ensemble de « bonnes pratiques » en coopération avec les établissements de crédit.

L'amélioration de l'information des utilisateurs

En marge des relations régulières entretenues avec les utilisateurs via les groupes de travail nationaux (*Target users groups*) et internationaux (*Market participants meetings*), l'Eurosystème cherche constamment à développer l'information sur Target à destination des établissements de crédit.

Ainsi, un document intitulé « *Information guide to credit institutions using Target* » a été intégré au site web de la BCE (<http://www.ecb.int/gi/tagi01.htm>) ; son objectif est de présenter le fonctionnement global du système, de répondre aux questions fréquemment posées sur Target et, en particulier, de distinguer les fonctionnalités communes à l'ensemble des systèmes connectés à Target de celles présentant des spécificités nationales. Il reflète également l'état des bonnes pratiques d'utilisation du système.

Par ailleurs, un outil d'information en temps réel sur la disponibilité des systèmes connectés à Target a été mis en place le 23 octobre 2000. Il s'agit d'un écran d'information consultable *via Reuters, Telerate et Bloomberg*. Cet outil est complémentaire des messages d'information opérationnels diffusés dans Target.

L'harmonisation du calendrier d'ouverture de Target et du dispositif d'indemnisation

Les travaux entrepris par l'Eurosystème visant à garantir un niveau de service harmonisé à l'ensemble des utilisateurs de Target ont été poursuivis au cours de l'année 2000.

En premier lieu, un calendrier commun des jours de fermeture de Target va être mis en place à compter de l'exercice 2002 suite à la décision du Conseil des Gouverneurs de la BCE du 14 décembre 2000. Si un calendrier unique existait déjà depuis le démarrage de Target, les Banques

centrales nationales avaient la possibilité d'ouvrir leur système national les jours où la composante transfrontière de Target était fermée. Afin de permettre à tous les établissements de crédit de bénéficier d'un service équivalent, les systèmes nationaux seront obligatoirement fermés les jours de fermeture de Target, soit jusqu'à nouvel ordre : les samedis et dimanches, le Jour de l'An, le vendredi et le lundi de Pâques, le 1^{er} mai, le jour de Noël et le 26 décembre.

L'Eurosystème a aussi cherché à harmoniser les conditions d'indemnisation des utilisateurs de Target en cas de dysfonctionnement du système. Le principe retenu dans le cadre de ce dispositif est de rembourser les participants dans le cas où un incident survenu sur Target provoquerait un enrichissement indu de l'Eurosystème à leurs dépens. Dans le cas où l'incident a obligé l'établissement à recourir à la facilité de dépôt, le remboursement est calculé sur la base du différentiel positif entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt ; inversement, si l'établissement a dû recourir à la facilité de prêt, le calcul s'effectue sur la base du différentiel positif entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui des opérations principales de refinancement.

Macha BRONNER – Banque de France – Direction générale des opérations



ANNEXES

Annexe 1

CHRONOLOGIE DES MESURES PRISES OU DES FAITS INTERVENUS DANS LE DOMAINE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER AU COURS DE L'ANNÉE 2000

1^{er} janvier Entrée en vigueur de la couverture maladie universelle

Les allocations familiales et vieillesse sont revalorisées de 0,5% et les minima sociaux de 2,0%.

3 janvier Le Premier ministre nomme Florence Parly, conseillère pour les questions budgétaires au Ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie, au poste de secrétaire d'État au Budget.

Ouverture au public du capital social des caisses d'épargne au prix de EUR 20 pour 1 part

5 janvier Le Conseil d'État juge illégal le régime fiscal du livret bleu du Crédit mutuel. Le Ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie s'engage, toutefois, à maintenir la rémunération de ce livret.

Le Trésor publie le programme de ses émissions obligataires pour l'année 2000. Le montant brut de financement sera de FRF 90 milliards, se répartissant entre FRF 50 milliards d'OAT et FRF 40 milliards de BTAN. Le Trésor annonce, par ailleurs, la mise en place de deux comités. Le premier, baptisé « Comité de marché », sera composé de spécialistes en valeurs du Trésor, le second, chargé de conseiller le Trésor sur la politique d'émission, sera présidé par l'ancien gouverneur de la Banque de France, Jacques de Larosière.

6 janvier Le rapport sur la réforme du Ministère de l'Économie, des finances, et de l'industrie élaboré par Thierry Bert et Paul Champsaur dans le cadre de la mission 2003, est remis au ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie. Ce texte préconise, notamment, une fusion des missions fiscales de la direction générale des Impôts et de la direction de la Comptabilité publique.

11 janvier Le Conseil économique et social adopte le rapport Teulade sur l'avenir des systèmes de retraite.

13 janvier Le Conseil constitutionnel censure quatre dispositions de la seconde loi des 35 heures modifiant l'équilibre financier du dispositif.

14 janvier Le Comité des taux réglementés recommande une baisse de 50 points de base de la rémunération du livret d'épargne populaire (LEP).

26 janvier Le rapport Balligand-Foucault sur l'épargne salariale, qui préconise une extension de ce dispositif à tous les salariés, est remis au Premier ministre. Ce texte se prononce également en faveur d'un *statu quo* du régime fiscal des *stock-options*.

Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie annonce l'abandon de la collecte de l'épargne des particuliers par le réseau du Trésor public à compter du 31 décembre 2001

1^{er} février Entrée en vigueur de la seconde loi Aubry fixant les modalités de réduction du temps de travail de 39 heures à 35 heures dans les entreprises de plus de vingt salariés.

Le Parlement adopte le projet de loi de libéralisation du marché de l'électricité.

3 février Reprise des travaux de la Commission Jolivet sur les tarifs bancaires.

8 février Bernard Maurel est élu à la présidence de l'Association française des banques (AFB), en remplacement de Michel Freyche.

9 février Un décret publié au Journal officiel fixe le montant de la cotisation annuelle des banques au Fonds de garantie des dépôts pour les exercices 1999, 2000, 2001 et 2002 à, respectivement, EUR 400, 200, 250 et 100 millions.

Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie et la secrétaire d'État au Budget annoncent un surplus de rentrées fiscales, en 1999, de FRF 30,7 milliards, ramenant le déficit budgétaire à FRF 206 milliards.

10 février Publication au Journal officiel du dispositif permettant aux entreprises ayant conclu un accord sur les 35 heures d'accorder une préretraite aux salariés âgés de plus de 55 ans ayant occupé un emploi pénible.

11 février Le Comité national de l'euro décide de limiter à deux mois la période de double circulation des pièces et des billets en euros et en francs, au début de l'année 2002.

18 février Le taux d'intérêt légal pour l'année 2000 est fixé, par décret, à 2,74%.

20 février Trois arrêtés publiés au Journal officiel entérinent la prorogation de la convention d'assurance chômage de l'Unedic, décidée par les partenaires sociaux le 23 décembre 1999.

24 février Une circulaire, parue au Journal officiel, prévoit l'établissement de rapports d'activité et de comptes rendus de gestion budgétaire ministériels.

28 février Le gouvernement débloque FRF 5 milliards supplémentaires au profit des victimes des tempêtes de décembre et de la marée noire.

1^{er} mars Le président de la République nomme Yves Guéna président du Conseil constitutionnel, en remplacement de Roland Dumas, démissionnaire.

Le gouvernement décide un plan d'urgence sur deux ans de FRF 10 milliards en faveur des hôpitaux publics.

6 mars Le gouvernement décide de baisser de 20,6% à 5,5% le taux de la TVA sur les travaux forestiers.

14 mars Publication au Journal officiel de la loi n° 2000-230 portant adaptation du droit de la preuve aux technologies de l'information et relative à la signature électronique.

15 mars Le Conseil des ministres adopte le projet de loi relatif aux Nouvelles régulations économiques. Ce texte prévoit d'instaurer un nouveau modèle de régulation dans la sphère financière, l'entreprise et le secteur de la distribution, afin d'améliorer la transparence et l'équilibre des pouvoirs.

16 mars Le Premier ministre, Lionel Jospin, annonce des baisses d'impôt d'un montant total de FRF 40 milliards : le taux supérieur de TVA est ramené de 20,6% à 19,6% à compter du 1^{er} avril ; le montant de la taxe d'habitation est réduit d'environ FRF 600 en moyenne par foyer fiscal ; les taux d'imposition applicables aux deux tranches inférieures du barème de l'impôt sur le revenu sont abaissés.

20 mars Christian Sautter annonce l'abandon du projet de réforme de l'administration des finances.

21 mars Le Premier ministre, Lionel Jospin, présentant les orientations du gouvernement sur l'avenir des régimes de retraite, envisage un allongement à 40 ans de la durée de cotisation des fonctionnaires, le renforcement du Fonds de réserves des retraites et la création d'un conseil d'orientation des retraites, tout en continuant de privilégier un système par répartition.

Signature avec le Maroc d'un accord de conversion de créances en investissements pour un montant de FRF 700 millions.

27 mars À l'issue d'un remaniement ministériel, Laurent Fabius est nommé ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie, en remplacement de Christian Sautter. Jack Lang succède à Claude Allègre au ministère de l'Éducation nationale. Michel Sapin remplace Émile Zucarelli au ministère de la Fonction publique. Catherine Tasca est nommée ministre de la Culture et de la Communication, Roger-Gérard Schwartzberg ministre de la Recherche, Ségolène Royal ministre déléguée à la Famille et à l'enfance et Jean-Luc Mélenchon ministre délégué à l'Enseignement

professionnel. Le secrétariat d'État au Patrimoine et à la décentralisation culturelle est confié à Michel Duffour et celui de l'Économie solidaire à Guy Hascoët.

4 avril Michel Delebarre, représentant des organismes d'habitations à loyers modérés, et Jacques Freidel, représentant des petites et moyennes entreprises, sont nommés membres du Comité consultatif des taux réglementés.

7 avril Création du Conseil de l'emploi, des revenus et de la cohésion sociale. Chargée de contribuer à la connaissance des revenus, des inégalités sociales et des liens entre l'emploi, les revenus et la cohésion sociale, cette instance succède au Conseil supérieur de l'emploi, des revenus et des coûts, supprimé le 1^{er} avril.

11 avril À l'occasion des États généraux de la création d'entreprises, le Premier ministre, Lionel Jospin, présente le contenu du dispositif gouvernemental visant à stimuler l'esprit d'entreprendre.

17 avril La mission d'étude sur la spoliation des biens des Juifs de France sous l'Occupation, présidée par Jean Mattéoli, rend son rapport final au Premier ministre. Ce document évalue à FRF 8,8 milliards actuels le montant de cette spoliation.

22 avril Publication au Journal officiel de l'ordonnance n° 2000-347 du 19 avril 2000 modifiant l'ordonnance n° 59-74 du 7 janvier 1959 portant réforme du régime de l'émission dans les départements de la Guadeloupe, de la Guyane, de la Martinique et de la Réunion.

18 mai L'Assemblée nationale adopte la loi de finances rectificative, qui porte le déficit budgétaire de l'État pour l'exercice 2000 à FRF 215,6 milliards.

L'Assemblée nationale adopte le projet de loi portant règlement définitif du budget 1998, qui se solde par un déficit budgétaire de FRF 245 milliards.

Le gouvernement fixe, sous l'égide du Comité interministériel d'aménagement du territoire (Ciadt), la répartition d'une enveloppe de FRF 3,7 milliards entre vingt régions touchées par les intempéries et la marée noire, et arrête 1,3 milliard de crédits en faveur du développement de bassins d'emploi en reconversion.

24 mai Le Conseil des ministres adopte le projet de loi de « modernisation sociale ».

Mise en place du Conseil de l'emploi, des revenus et de la cohésion sociale, présidé par Jacques Delors.

29 mai Mise en place du Conseil d'orientation des retraites, présidé par Yannick Moreau, conseillère

d'État, composé de 32 membres, dont 16 représentant des partenaires sociaux.

6 juin Le gouvernement décide de céder quatre licences de téléphonie mobile de troisième génération, pour un montant de FRF 32,5 milliards chacune, à des opérateurs sélectionnés sur dossier.

7 juin Le Conseil des ministres adopte le projet de loi constitutionnelle visant à ramener à cinq ans la durée du mandat présidentiel.

14 juin Le patronat, la CFDT et la CFTC signent un protocole d'accord rénovant le système d'indemnisation du chômage en l'orientant vers le retour à l'emploi.

15 juin Le Premier ministre présente une réforme du système d'aide au logement, dotée de FRF 6,5 milliards, et dégage une enveloppe de FRF 3,7 milliards en faveur de la petite enfance.

21 juin Jean-Pierre Jouyet succède à Jean Lemierre à la direction du Trésor.

28 juin Alors que le Comité consultatif des taux réglementés préconise un relèvement de 0,5% du taux de rémunération du livret A, du Codevi et du livret bleu, le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie le revalorise de 75 points de base, à 3,0%, à compter du 1^{er} juillet. Il porte le taux relatif au livret d'épargne populaire à 4,25%, celui des comptes d'épargne-logement à 3,0% et celui des plans d'épargne-logement à 4,5%.

Par ailleurs, Laurent Fabius élargit l'utilisation des ressources dégagées par le livret A et annonce l'ouverture d'une négociation avec les réseaux contributeurs en vue de réduire leur commission.

Le Conseil des ministres entérine une hausse de 3,2% du SMIC au 1^{er} juillet.

Le Conseil des impôts dénonce la complexité, le manque de cohérence et l'absence de transparence du système d'imposition des revenus et suggère diverses pistes de réforme, notamment la suppression de l'abattement de 20%.

Le Parlement adopte définitivement le collectif budgétaire 2000, qui prévoit FRF 40,6 milliards de baisses d'impôts.

3 juillet Dans son rapport sur l'exécution du budget, la Cour des comptes relève de nombreuses manipulations budgétaires portant sur plus de FRF 30 milliards et réduisant d'autant les recettes de 1999.

Le Conseil économique et social appelle, dans son rapport sur la conjoncture au premier semestre, à plus de cohérence dans la politique fiscale et à plus de justice sociale.

6 juillet Le Commissariat général du plan propose 83 orientations à l'horizon de cinq à dix ans, prônant notamment l'émergence de nouvelles formes de négociations, le développement de l'épargne salariale et la création d'une allocation compensatrice de revenu. Il considère comme envisageable l'objectif de plein emploi, grâce à l'adoption d'un modèle durable de croissance solide.

11 juillet Le Ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie annonce une hausse des recettes fiscales de l'année 2000 de FRF 30 milliards, portant à 80 milliards l'excédent par rapport aux prévisions initiales du budget. Ce surplus sera affecté à la réduction du déficit, ainsi ramené à FRF 185 milliards.

13 juillet Dans les lettres de cadrage pour le budget 2001, le Premier ministre prévoit de limiter la hausse des dépenses à 1,2% en valeur. Toutefois, les ministères de l'Éducation, de l'Intérieur, de la Justice et de l'Environnement bénéficieront d'une augmentation plus forte.

15 juillet Le Crédit lyonnais, la Société générale, la BNP Paribas et le Crédit du Nord portent le taux de rémunération des comptes sur livret de 2,0% à 2,75%. Le taux des PEP à taux fixe de la BNP Paribas passe de 4,20% à 4,90% et celui du livret jeune de 3,25% à 4,0%.

24 juillet La ministre de l'Emploi et de la solidarité et le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie signifient leur refus d'agrément de la nouvelle convention de l'assurance chômage aux partenaires sociaux.

26 juillet Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie annonce les modalités de cession de la Banque Hervet. La privatisation aura lieu cet automne par le biais d'une offre publique de vente, accompagnée de la constitution d'un noyau dur d'actionnaires partenaires.

Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie charge le directeur du Trésor, Jean-Pierre Jouyet, de mener une concertation sur le rapprochement entre la Commission bancaire et la Commission de contrôle des assurances. Anne le Lorrier, chef de service à la direction du Trésor, reçoit mandat d'organiser les discussions sur une réforme de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers.

28 juillet Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie propose un plan de baisse des impôts de FRF 100 milliards sur la période 2001-2003.

1^{er} août Deux décrets, publiés au Journal officiel du 2 août, rétablissent le pouvoir de sanction de la Commission des opérations de bourse : la conduite des enquêtes et la procédure de jugement sont

désormais clairement séparées, conformément aux dispositions de la Convention européenne des Droits de l'Homme.

Le Conseil des ministres adopte le projet de loi sur l'épargne salariale défendu par Laurent Fabius et créant les nouveaux « plans partenariaux d'épargne salariale ».

3 août La Banque centrale européenne annonce que les banques pourront commencer à recevoir les pièces et billets en euros à partir du 1^{er} septembre 2001.

18 août Le Gouvernement publie, au Journal officiel, l'appel à candidatures, le calendrier et les modalités retenues pour l'attribution, sur dossier, des licences de téléphonie mobile UMTS.

21 août Le Gouvernement signifie son refus d'entériner la nouvelle convention d'assurance chômage, par une lettre adressée aux organisations syndicales signataires de l'accord (Medef, CFDT, CFTC).

22 août Dans un rapport remis au Parlement, le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie, Laurent Fabius, suggère quatre orientations pour lutter contre la spéculation financière, mais écarte l'instauration de la taxe Tobin, dont la mise en œuvre est jugée trop difficile.

23 août Un décret, publié au Journal officiel du 24 août, fixe la liste des valeurs susceptibles d'ouvrir droit à indemnisation au titre des emprunts russes.

29 août Le Premier ministre, Lionel Jospin, met fin, sur sa demande, aux fonctions de Jean-Pierre Chevènement, ministre de l'Intérieur. Daniel Vaillant est désigné pour lui succéder, tandis que Jean-Jack Queyranne et Christian Paul sont nommés, respectivement, ministre des Relations avec le Parlement et secrétaire d'État à l'Outre-mer.

31 août Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie présente, au nom du Gouvernement, un « Plan global d'allègement et de réforme des impôts » portant sur FRF 120 milliards sur une durée de trois ans. Ce programme comporte, notamment, la réduction du taux de l'impôt sur le revenu pour les six tranches du barème, la disparition de la CSG et de la CRDS sur les bas revenus, la suppression de la vignette automobile pour les particuliers, une diminution du taux de l'impôt sur les sociétés de 37,0% à 33,3% d'ici 2003 et l'instauration d'un taux réduit pour certaines PME, ainsi qu'une réduction de 30% de la taxe sur le fioul domestique.

7 septembre La ministre de l'Emploi et de la solidarité invite les partenaires sociaux à réécrire

le projet de convention Unedic signé par le patronat, la CFDT et la CFTC le 14 juin.

8 septembre Le Gouvernement débloque un total de FRF 3 milliards d'aides aux secteurs des transports, de l'agriculture et de la pêche pour compenser la hausse des prix des carburants. Il réduit notamment de 35 centimes la taxe intérieure sur les produits pétroliers avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2000.

12 septembre Le Conseil des ministres adopte un nouveau Code de commerce et un Code de l'environnement.

19 septembre Le ministre de la Fonction publique, de la Réforme de l'État et de la décentralisation installe le premier Observatoire de l'emploi de la fonction publique.

Le Conseil de la concurrence condamne les grandes banques françaises à verser une amende de FRF 1,14 milliard pour entente illicite sur des renégociations de prêts immobiliers en 1993 et en 1994.

20 septembre Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie a présenté le projet de budget 2001 assis sur une hypothèse de croissance de 3,3%. Le déficit budgétaire sera ramené à FRF 186 milliards, alors que les dépenses progresseront de 1,5% en valeur et de 0,3% en francs constants. Les priorités concernent l'environnement, la sécurité et la police, la justice et l'éducation, ce dernier secteur bénéficiant des deux tiers des 11 337 nouveaux fonctionnaires embauchés en 2001. Les allègements d'impôts annoncés le 31 août et début septembre sont complétés par une baisse de 20 centimes de la taxe intérieure sur les carburants dès le 1^{er} octobre et de 36 centimes sur le fioul domestique à compter du 20 septembre.

21 septembre La ministre de l'Emploi et de la solidarité présente le projet de financement de la Sécurité sociale pour 2001 et annonce une revalorisation des retraites de 2,2% au 1^{er} janvier prochain. Le dépassement de dépenses pour 2000 est entériné et le plafond de hausse des dépenses maladie est fixé à 3,5% en 2001. Les comptes de la Sécurité sociale devraient afficher un excédent de FRF 3,4 milliards.

22 septembre Trois organisations patronales, la CFDT, la CFTC et la CFE-CGC s'accordent sur un nouveau projet de convention Unedic.

24 septembre Lors du référendum sur la durée du mandat présidentiel, 70% des Français se sont abstenus et 73% des votants se sont prononcés en faveur du quinquennat.

3 octobre La ministre de l'Environnement décide l'extension de la taxe générale sur les activités polluantes à la consommation d'énergie des entreprises à compter de janvier 2001.

4 octobre Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie installe le Haut conseil du secteur financier public, présidé par Dominique Baert.

5 octobre Le Gouvernement fixe le prix de l'action Thomson Multimédia à EUR 53,90 pour les particuliers et 55,90 pour les investisseurs institutionnels.

L'Assemblée nationale adopte la loi sur l'épargne salariale créant les plans partenariaux d'épargne salariale volontaire.

10 octobre Lancement du nouveau prêt à la création d'entreprise.

Le ministère de la Justice et le Trésor rendent publics deux rapports sur les relations économiques et judiciaires entre la France et Monaco dénonçant un système favorable au blanchiment d'argent.

12 octobre Le Conseil national de l'euro précise le calendrier de la mise en circulation des euros et du retrait des francs. Le franc cessera d'avoir cours légal le 17 février 2002. Les banques, détaillants et transporteurs de fonds recevront les billets en euros à partir de septembre 2001, tandis que les particuliers disposeront d'un lot de pièces en euros dès la mi-décembre 2001. L'échange des pièces et des billets en francs sera gratuit du 1^{er} janvier au 17 février sans limitation de montant auprès de l'ensemble des établissements financiers, et, passé ce délai, auprès de la Banque de France.

18 octobre Martine Aubry, ministre de l'Emploi et de la Solidarité. Marylise Lebranchu succède à Élisabeth Guigou aux fonctions de Garde des Sceaux. François Patriat prend en charge le secrétariat d'État aux PME, au commerce, à l'artisanat et à la consommation.

19 octobre Le Trésor lance une nouvelle ligne de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels, échéance 12 janvier 2006, dotés d'un coupon de 5%.

25 octobre Benoît Jolivet est nommé secrétaire général du Conseil national du crédit et du titre, en remplacement de Jean Philippe Gaudemet.

27 octobre Le plafond de ressources ouvrant droit à la couverture maladie universelle est relevé de FRF 3 500 à 3 600, ce qui étend le bénéfice de cette prestation à 300 000 personnes supplémentaires.

30 octobre Publication au Journal officiel de l'avis de dépôt de la nouvelle convention Unedic.

11 novembre Publication au Journal officiel d'un décret précisant les modalités d'indemnisation des porteurs d'emprunt russe.

13 novembre Le Conseil d'État juge non constitutionnelle l'extension, prévue dans le cadre du collectif budgétaire d'automne, de la taxe générale sur les activités polluantes aux consommations intermédiaires d'énergie.

15 novembre Présentation du collectif budgétaire de fin d'année. Le déficit est réduit de FRF 6 milliards, à 209,5 milliards, en dépit de surplus fiscaux de FRF 75 milliards. Le collectif traduit les choix fiscaux faits en septembre en portant à FRF 90 milliards le montant total des réductions d'impôts en 2000.

Le ministre de l'Éducation nationale présente un plan pluriannuel programmant la création de 33 000 emplois nouveaux sur trois ans.

21 novembre L'Assemblée nationale vote, en première lecture, le projet de loi de Finances pour l'année 2001 et s'engage à réformer la procédure budgétaire.

Le Gouvernement annonce un plan d'aide à la filière bovine doté de FRF 3,24 milliards.

22 novembre Le ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie détaille, en Conseil des ministres, le plan définitif de passage à l'euro. Confirmant le calendrier de la mise en circulation des pièces et des billets en euros, adopté le 12 octobre dernier, il appelle les entreprises à accélérer leur préparation.

28 novembre Un avis publié au Journal officiel précise les conditions de la cession de gré à gré de 97,53% du capital de la Banque Hervet.

L'Assemblée nationale approuve, en deuxième lecture, le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2001. Parmi les dispositions votées figurent un relèvement du plafond de ressources ouvrant droit à la couverture maladie universelle et un abaissement progressif de la CSG et de la CRDS sur les bas revenus.

30 novembre Le projet de loi de résorption de l'emploi précaire dans la fonction publique est adopté par les députés.

4 décembre Dans un rapport de synthèse sur l'intervention de l'État dans la crise du secteur financier, la Cour des comptes évalue l'ensemble de la facture des sauvetages financiers de FRF 135 milliards à 145 milliards et s'interroge sur le bien-fondé de cette action, notamment dans les cas du Crédit lyonnais et du Comptoir des entrepreneurs.

5 décembre Le Conseil d'analyse économique présente un rapport précisant les conditions économiques et les mesures politiques nécessaires pour ramener le taux de chômage aux environs de 5% de la population active à l'horizon 2010.

Le Parlement adopte le projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2001, qui prévoit une progression de l'enveloppe des dépenses de 3,5%, à FRF 693,3 milliards.

6 décembre Publication au Journal officiel de l'agrément de la nouvelle convention Unedic, relative à l'aide au retour à l'emploi et à l'indemnisation du chômage.

Le directeur du Trésor présente le programme de financement de l'État pour 2001 avec des émissions nettes évaluées à EUR 78 milliards, contre 90 milliards en 2000.

Dans son projet d'avis sur la conjoncture au second semestre 2000, le Conseil économique et social critique le plan d'allégement fiscal, s'inquiète de l'insuffisance des capacités de production et appelle à la négociation salariale.

7 décembre La ministre de l'Emploi et de la solidarité, Elisabeth GUIGOU, annonce une revalorisation des minima sociaux (revenu minimum d'insertion, allocation d'insertion et allocation de solidarité spécifique) de 2,2% au 1^{er} janvier 2001, variant selon la configuration du foyer, versée aux allocataires du RMI.

8 décembre Les députés adoptent, en première lecture, le projet de loi de finances rectificative pour 2000. Le déficit budgétaire s'établit à FRF 209,7 milliards, en recul de 5,8 milliards par rapport à la loi de finances initiale.

16 décembre Publication au Journal officiel de l'ordonnance du 14 décembre 2000 relative à la partie législative du code monétaire et financier.

19 décembre Le Conseil constitutionnel juge le mécanisme de ristourne dégressive de CSG sur les bas salaires, prévu dans la loi de financement de la Sécurité sociale, contraire au principe de l'égalité devant l'impôt.

Un décret publié au Journal officiel précise les aménagements des locaux desservis par les transporteurs de fonds.

20 décembre Le ministre de l'Économie, des finances et de l'Industrie présente un programme triennal de finances publiques basé sur un taux de croissance de 3% par an. La part des dépenses publiques dans le PIB sera ramené de 51,4% en 2002 à 49,8% en 2004. Le solde total des dépenses des administrations passera d'un déficit de 1% du PIB en 2001 à un excédent de 0,2% en 2004. La part de la dette publique dans le PIB tombera à 52,9% dans quatre ans et à 40% d'ici 2010.

Le Parlement adopte définitivement le projet de loi de finances pour 2001. Les dépenses nettes s'élèvent à FRF 1 730 milliards et le déficit est ramené à FRF 186,6 milliards.

21 décembre Le collectif budgétaire 2000, le projet de loi de résorption de l'emploi précaire dans la fonction publique et la loi permettant au Gouvernement de transposer par ordonnance une cinquantaine de directives européennes sont adoptés définitivement par le Parlement.

30 décembre Le Conseil constitutionnel juge que l'extension de la taxe sur les activités polluantes, prévue dans le collectif budgétaire 2000, constitue une rupture de l'égalité devant l'impôt.

Annexe 2

LES ACTIVITÉS DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE EN 2000

La composition du collège du CNCT est restée inchangée en 2000. En revanche, en mars 2001, M. Bernard Maurel, a remplacé M. Michel Freyche, en tant que président de l'AFB, et MM. Jean Garbois et Gilles Guitton ont remplacé, respectivement, MM. Bernard Maurel et Jean Pierre Landau dans leurs anciennes fonctions.

1. Les aspects financiers du vieillissement de la population

Placé sous la présidence de M. Anton Brender, le groupe de travail sur les aspects financiers du vieillissement de la population, mis en place en 1999, a poursuivi ses réflexions dans le cadre de onze nouvelles réunions en 2000.

Durant le premier semestre, il a analysé sur quatre grands thèmes :

- l'adaptation de l'offre des circuits de financements, l'équilibrage des marchés d'actifs (logement, actions, obligations, etc.) et le rôle des intermédiaires financiers ;
- les interactions financières avec le reste du monde : les perspectives démographiques et économiques au plan mondial ; les leçons à tirer des expériences passées ;
- la diversification des placements constitués en vue de la retraite et leur sécurisation face à différents risques : géopolitique, inflation, fluctuations des cours, etc.

Au second semestre 2000 et début 2001 (deux réunions), ses travaux ont porté sur l'examen du projet de rapport dont la version finale a été publiée en avril 2001 et dont les conclusions sont contenues dans la fiche thématique 3f du présent rapport.

2. Mission d'étude sur la spoliation des Juifs de France (« Comité Saint-Geours »)

Le Comité de surveillance présidé par M. Jean Saint-Geours et constitué dans le cadre de la Mission d'étude sur la spoliation des Juifs de France, présidée par M. Jean Mattéoli, a tenu deux

ultimes réunions en janvier 2000 avant de remettre son rapport définitif au ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie, également en janvier. Le rapport a été rendu public en juillet 2000.

Ce Comité, créé en mars 1998, avait été chargé d'examiner, dans le cadre de démarches effectuées au sein des établissements de crédit et des entreprises d'investissement concernés¹, les conditions dans lesquelles les avoirs déposés (comptes, titres, coffres) appartenant aux personnes considérées comme juives résidant en France avaient été bloqués ou spoliés, et de rechercher la destination que ces biens avaient reçue depuis la fin de la guerre.

3. L'activité du Comité consultatif

3.1. Les travaux propres au Comité consultatif

Le Comité consultatif s'est réuni à sept reprises sur le thème du taux de l'usure applicable aux crédits accordés aux entreprises. Le point du débat est que dans un contexte de taux d'intérêt faibles, le mode de calcul du taux de l'usure ne permet pas de prendre en compte tous les éléments entrant dans l'assiette du taux effectif global (TEG) tout en assurant une marge suffisante aux banques. Il en résulte que nombre d'opérations ou d'entreprises sont exclues de l'accès au crédit.

Diverses voies, qui ne remettent pas en cause expressément le caractère pénal de l'usure, ont été explorées : son mode de calcul, à l'aide des simulations demandées à la Direction de la conjoncture et des études élaborées par le Centre de recherche de la Banque de France ; les catégories de prêts, d'emprunteurs ou de risques à retenir,... en inscrivant ces réflexions dans la recherche de l'euro compatibilité. Les conclusions de ces travaux figureront dans le rapport annuel du Comité consultatif de l'exercice 2000-2001 à paraître en octobre 2001.

Le Comité consultatif a, par ailleurs, rendu un avis sur la transposition de la directive européenne visant à harmoniser le mode de calcul du taux annuel effectif global (TAEG). Il a, à cet égard, appelé l'attention sur l'incompréhension que pourrait susciter l'effet mécanique de hausse apparente des taux alors que celle-ci, n'aura, en pratique, aucune incidence sur le montant des remboursements.

Saisi par la Banque de France d'une demande de la Banque nationale de Belgique pour l'échange des informations contenues dans les fichiers des deux institutions relatifs aux incidents sur crédits aux particuliers (FICP en France, Centrale des particuliers en Belgique), le Comité a considéré, en l'espèce, que l'organisation d'une coopération européenne lui paraissait plus opportune que des accords bilatéraux.

Lors de sa réunion plénière du 23 février 2000, le Comité a décidé la mise en place d'une enquête sur l'utilisation des moyens de paiement et le recours au crédit des personnes dites fragiles qu'il a choisi de repérer parmi les bénéficiaires de minima sociaux. Les résultats, préliminaires puis définitifs, de l'enquête, confiée au Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie (Crédoc) ont été présentés devant le Comité consultatif, en mars et en juin 2001. Leur synthèse figurera dans le rapport du Comité consultatif de l'exercice 2000-2001 et les résultats complets dans un rapport spécial du Comité à paraître en octobre 2001.

¹ Ces démarches ont été effectuées auprès de 77 rapports d'établissements de crédit actuels — représentant 207 établissements en activité à l'époque — auxquels, il faut ajouter La Poste et la Banque de France, ainsi qu'auprès de 15 d'entreprises d'investissement, concernant 42 charges d'agent de change de l'époque.

3.2. Groupe de réflexion et de concertation sur l'évolution des relations entre les banques et leurs clients (Groupe Jolivet)

À la demande du ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie et de la secrétaire d'État aux PME, au commerce et à l'artisanat, un groupe de réflexion et de concertation sur l'évolution des relations entre les banques et leurs clients, présidé par M. Benoît Jolivet, a été constitué en 1998 en associant, notamment, des membres appartenant au Comité consultatif et au Conseil national de la consommation, avec pour double objectif :

- de mesurer les enjeux juridiques et financiers et réfléchir aux incidences des changements d'environnement sur la relation banques-clients ;
- de définir les différentes voies d'évolution de la relation bancaire et les nouvelles règles qui pourraient s'appliquer pour un partenariat entre les banques et leurs clients, équilibré et mutuellement profitable, qui évite l'exclusion bancaire et garantisse la protection des clients les plus fragiles.

Ce groupe, qui s'est réuni à douze reprises en 2000, a abordé deux thèmes principaux : le premier a concerné le service bancaire de base pour lequel le groupe s'est attaché à définir les bénéficiaires possibles ainsi que les éléments de son contenu, en termes de modalités d'ouverture, de fonctionnement (notamment les moyens de paiement mis à disposition) et de fermeture du compte, afin de préparer le décret d'application de l'article 137 de la loi de lutte contre les exclusions, signé le 17 février 2001 ; le second thème a concerné la définition des modalités d'application du droit commun de la concurrence aux établissements de crédit, s'agissant de l'obligation d'information et d'affichage des prix, de l'interdiction des ventes subordonnées ou ventes liées, et de la contractualisation des services. Ces conclusions ont été largement reprises dans le projet de loi Murcef (mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier) qui devrait être approuvé par le Parlement à l'automne 2001.

3.3. Groupe *ad hoc* pour l'étude des modalités concrètes de reprise des pièces et billets en francs

Un groupe *ad hoc*, ayant mandat du directeur du Trésor et comprenant des représentants d'établissements de crédit, de la Banque de France, d'associations de consommateurs et de commerçants, a siégé à trois reprises pour préparer la réunion du Comité national de l'euro du 21 décembre 2000.

Il a défini les modalités de reprise des billets et pièces en francs ou de leur échange contre des billets et pièces en euros, en distinguant, d'une part, les clients et les non-clients d'un réseau et, d'autre part, les périodes antérieures ou postérieures au 17 février 2002, date de suppression du cours légal du franc.

Il a exprimé le souhait que soient définies des solutions spécifiques adaptées à la situation des personnes fragiles économiquement et socialement et que les règles en vigueur contre le blanchiment de l'argent provenant du trafic de stupéfiants ou de la criminalité organisée, s'appliquent durant la période d'échange. S'agissant des avoirs thésaurisés, le groupe a estimé que l'impact de ce phénomène sur le processus de reprise devrait faire l'objet d'une attention particulière afin d'aménager le dispositif si nécessaire.

Annexe 3

COMPOSITION DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

AU 31 DÉCEMBRE 2000

Président : M. Laurent FABIUS
Ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie

Vice-Président : M. Jean-Claude TRICHET
Gouverneur de la Banque de France

I - MEMBRES REPRÉSENTANT L'ÉTAT

M.	Jean-Pierre JOUYET ¹	Directeur du Trésor
M.	Martin VIAL	Président de La Poste
M.	Jean-Michel CHARPIN	Commissaire au Plan
M.	Jean-Philippe COTIS	Directeur de la Prévision

II - MEMBRES DÉSIGNÉS PAR LES ASSEMBLÉES DONT ILS RELÈVENT

M.	Christian CABAL	Député de la Loire
M.	Jean RIGAL	Député de l'Aveyron
M.	Jean-Philippe LACHENAUD	Sénateur du Val d'Oise
M.	Paul LORIDANT	Sénateur de l'Essonne
M.	Jean-Christophe LE DUIGOU	Membre du Conseil économique et social

¹ Nommé Directeur du Trésor par arrêté du 24 juin 2000 (Journal officiel du 25 juin 2000) en remplacement de M. Jean Lemierre.

III - MEMBRES REPRÉSENTANT LES RÉGIONS ET LES DÉPARTEMENTS ET TERRITOIRES D'OUTRE-MER

M.	le Président	de l'Assemblée de Polynésie française
M.	Jean-Pierre RAFFARIN	Président du Conseil régional de Poitou-Charentes
M.	Robert SAVY	Président du Conseil régional du Limousin

IV - MEMBRES REPRÉSENTANT LES ACTIVITÉS ÉCONOMIQUES

1) au titre des chambres consulaires

M.	Marc AMOUDRY	Directeur général de la Chambre de commerce et de l'industrie de l'Oise
M.	Marcel CAZALÉ	Président de la Chambre d'agriculture des Pyrénées Atlantiques
M.	Francis LEMOR	Membre de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris

2) au titre des organisations professionnelles

M.	Jean CHÉRU Y	Confédération générale des petites et moyennes entreprises
M.	Jacques CREYSSEL	Directeur délégué – MEDEF
M.	Jean-Yves HOCHER	Directeur général de la Fédération nationale du crédit agricole

3) au titre de la clientèle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

M.	Pierre de BERNIÈRE ²	Confédération nationale des associations familiales catholiques
Mme	Véronique CRESPEL	Responsable du secteur consommation Familles de France
M.	Baudoin MONNOYEUR	Président du Conseil du commerce de France
M.	François SCHLUMBERGER	Président honoraire de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE)

² Nommé par arrêté du 30 octobre 2000 (Journal officiel du 8 novembre 2000) en remplacement de M. Régis de Crépy

V - MEMBRES REPRÉSENTANT LES ORGANISATIONS SYNDICALES*1) au titre des confédérations syndicales de salariés*

M.	Michel LAMY	Secrétaire national à l'économie CFE-CGC
M.	Jean LEFÈBVRE	CGT-FO – Secteur économique
M.	Nasser MANSOURI-GUILANI	Secrétaire du Centre confédéral d'études économiques et sociales de la CGT
M.	Jean-Pierre MOUSSY	Confédération CFDT
M.	Patrick POIZAT	Délégué national adjoint – CFTC

*2) au titre des fédérations de salariés des établissements de crédit
et des entreprises d'investissement*

M.	Alain BONNET	Fédération CFDT des banques
M.	Pierre GENDRE	Membre de la Fédération des employés et cadres CGT-FO
M.	Jean-Marie GIANNO	Membre de la commission exécutive de la Fédération nationale des personnels des secteurs financiers-CGT
M.	Roger HÉDOUIN	Confédération française des travailleurs chrétiens CFTC
M.	Michel ORIGIER	Délégué syndical national du SNB/CFE-CGC

**VI - MEMBRES REPRÉSENTANT LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT
ET LES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT***1) au titre de l'Association française des établissements de crédit
et des entreprises d'investissement*

M.	Pierre SIMON	Directeur général de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI)
----	--------------	--

2) au titre des banques

- M. Michel FREYCHE ³
- M. Jean-Pierre LANDAU ⁴ Directeur général de l'Association française des banques (AFB)
- M. Bernard MAUREL ⁵ Président de l'Association française des banques (AFB)
- M. Baudoin PROT Directeur général de la Banque nationale de Paris-Paribas

3) au titre des banques mutualistes et coopératives

- M. Jean-Claude DETILLEUX Président directeur général de la Caisse centrale de crédit coopératif
- M. Philippe DUPONT Président du groupe des Banques populaires
- M. Jean LAURENT Directeur général de la Caisse nationale de crédit agricole
- M. Étienne PFLIMLIN Président de la Confédération nationale du crédit mutuel

4) au titre des caisses d'épargne et de prévoyance et des caisses de crédit municipal

- M. Charles MILHAUD Président du directoire de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance

5) au titre des sociétés financières

- M. Michel LECOMTE Président de l'Association française des sociétés financières (ASF)

6) au titre des institutions financières spécialisées et des sociétés anonymes de crédit immobilier

- M. François LEMASSON Président du GIFS
Président du directoire du Crédit foncier de France

³ Remplacé par M. Bernard Maurel nommé par arrêté du 22 mars 2001 (Journal officiel du 28 mars 2001).

⁴ Remplacé par M. Gilles Guitton nommé par arrêté du 22 mars 2001 (Journal officiel du 28 mars 2001).

⁵ Remplacé par M. Jean Garbois nommé par arrêté du 22 mars 2001 (Journal officiel du 28 mars 2001).

7) au titre des entreprises d'investissement

M. François BACOT
Président directeur général
de SBC Warburg Dillon Read

VII - MEMBRES DÉSIGNÉS EN RAISON DE LEUR COMPÉTENCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

M. Christian de BOISSIEU
Professeur à l'Université de Paris I

M. Jacques DELMAS-MARSALET
Conseiller d'État

M. Didier PFEIFFER
Président du Conseil de surveillance
du fonds de garantie des assurances
de personnes

M. Jean-Paul POLLIN ⁶
Professeur à la Faculté de droit,
d'économie et de gestion d'Orléans

M. Henri TOUTÉE
Conseiller d'État

M. Thierry WALRAFEN
Contrôleur général
Caisse des dépôts et consignations

PERSONNALITÉS ASSISTANT AUX SÉANCES SANS ÊTRE MEMBRES DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

Mme Sophie THÉVENOUX
Directeur du Budget
Principauté de Monaco

SECRÉTARIAT GÉNÉRAL DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

M. Benoît JOLIVET ⁷
Secrétaire général du Conseil national
du crédit et du titre

M. Jacques PÉCHA
Secrétaire général adjoint du Conseil
national du crédit et du titre
Directeur de la Balance des paiements
de la Banque de France

⁶ Nommé par arrêté du 13 janvier 2000 (Journal officiel du 21 janvier 2000) en remplacement de M. Michel Vasseur

⁷ Nommé par arrêté du 17 octobre 2000 (Journal officiel du 25 octobre 2000) en remplacement de M. Jean Philippe Gaudemet

INDEX ALPHABÉTIQUE

A

Abandons de créance : fiche thématique 1.e.
 Actions : introduction du chapitre 1., introduction du chapitre 2., 2.1.1., 2.2., introduction du chapitre 3., 3.1.1., 3.1.2., 3.2.1., 3.2.2., 4.1.1., 4.1.2., 4.2.2., 4.3.1., 4.3.2., 4.3.3., 4.4.1., 4.4.2., 4.4.4., 5.5., fiches thématiques 1.h., 2.a., 2.d., 3.c., 3.d., 3.e., 3.j., 3.k., 4.a., 4.c., 4.e. 4.h.
 Actions reflet (ou traçantes) : fiche thématique 3.j.
 Administrations publiques : 1.1.1., 2.2., introduction du chapitre 3., 3.1., 3.2.2., 3.3.1., 3.3.2., 4.1.1., 4.1.2., 4.2.3., 4.4.2., fiches thématiques 3.a., 3.e., 4.h. (*voir aussi Déficit public, Dette publique, Finances publiques*).
 Agence France Trésor : fiche thématique 3.l.
 Allemagne : introduction du chapitre 1., 2.1.3., 2.1.4., 4.4.3., 5.5., fiches thématiques 1.c., 1.d., 1.g., 2.a., 3.a., 3.c., 3.e., 3.i., 3.j., 4.a., 4.d. 4.g.
 Amérique latine : 1.3., fiches thématiques 1.b., 4.d. (*voir aussi Pays émergents*).
 An 2000 : 5.6.
 Argentine : 1.2.2., 1.3., fiches thématiques 1.b., 4.d.
 Asie : 1.3., fiches thématiques 1.b., 1.d., 2.a., 4.b., 4.d., (*voir aussi Japon, Pays émergents*).
 Assurance : 1.1.2., 1.2.1., 2.1.1., 2.1.2., 2.2.(encadré 2), introduction du chapitre 3., 3.1., 3.2., 4.1.1., 4.3.2., 4.4.1., 4.4.2., 4.4.3., fiches thématiques 1.h., 2.c., 3.b., 3.e., 3.g., 3.k., 4.c., 4.f.
 Avis de prélèvement : 5.2.1.

B

Balance commerciale : fiche thématique 2.a.
 Balance courante : (*voir Transactions courantes*).
 Balance des paiements de la France : 4.2., 4.2.3., 5.2.6.

- compte de capital : introduction du chapitre 1., 3.1., 4.2., fiche thématique 2.a.
- compte de transactions courantes : 4.2., fiche thématique 2.a.
- comptes financiers de la Nation : 4.1.1.

 Banque centrale européenne (BCE) : 1.2.3., introduction du chapitre 2., 2.1.2., 2.2. (encadré 1), introduction du chapitre 4., 4.2.3., 5.1., 5.6.2., fiches thématiques 2.b., 3.i., 4.c., 5.a. (*voir aussi Euro système, Système européen de banques centrales - SEBC*).
 Banque de France : introduction du chapitre 2., 2.1.1., 4.2.3., 4.3.1., 5.1., 5.2., 5.2.2., 5.2.3., 5.3., 5.5., 5.6.1., 5.6.2., fiches thématiques 1.g., 3.c., 3.d., 3.h., 3.i., 3.l., 4.e.
 Banque des règlements internationaux (BRI) : fiches thématiques 1.d., 1.g., 1.h., 4.b., 4.d.
 Banque mondiale : 1.3., 3., fiches thématiques 1.a., 1.e., 1.g., 1.h.
 Besoin de financement :

- des administrations publiques : introduction du chapitre 3., 3.3.1., 3.3.2. (*voir aussi Déficit public*).
- des sociétés : introduction du chapitre 3., 3.2., 3.2.2.

 Billets : introduction du chapitre 2., 2.1.1., 2.2. (encadré 1), 3.1.2., 3.2.2., 4.1.1., 4.2.2., 4.3.1., 4.3.4., 4.4.3., 5.2.3., 5.6.1., 5.6.2., fiche thématique 3.e.

Billets de trésorerie : 2.1.1., 3.2.2., 4.1.1., 4.2.2., 4.3.1., 4.3.4., 4.4.3.
 Bons à moyen terme négociables (BMTN) : 4.1.1., 4.2.2., 4.4.3.
 Bons du Trésor : 3.1.1., 3.3.2., introduction du chapitre 4., 4.1.1., 4.2.2., fiche thématique 3.g.

- à taux fixe et intérêts annuels (BTAN) : 4.1.1, 4.2.2, fiche thématique 3.l.
- à taux fixe et intérêts précomptés (BTF) : 3.3.2., 4.2.2., fiche thématique 3.l.

 Bourse : introduction du chapitre 1., 2.1.1., 2.1.4., 3.2.2., 4.1.1., 4.3.2., 4.3.3., 4.4.1., 4.4.2., 4.4.4., 5.1., 5.4., 5.5., fiches thématiques 1.g., 2.d., 3.a., 3.c., 3.j., 3.k., 4.a., 4.e., 4.f., 4.i.

- de Paris : 4.4.1., fiches thématiques 3.c., 3.j., (*voir aussi Actions, CAC 40, Indices boursiers*).

C

CAC 40 : 1.2.2., 4.4.4., fiches thématiques 3.j.
 Caisse d'amortissement de la dette sociale : 3.3.2.
 Capacité de financement : introduction du chapitre 3., 3.1., 3.3.1., 3.3.2., 4.2., 4.3.1. fiches thématiques 2.a., 3.f. (*voir aussi Besoin de financement*).
 Cartes bancaires : 5.2.3, 5.2.5, fiche thématique 2.c (*voir aussi Porte-monnaie électronique*).
 Centres offshore : fiche thématique 1.d., 4.d.
 Certificats de dépôt : 4.1.1., 4.2.2., 4.3.1., 4.4.3., fiches thématiques 4.g.
 Change :

- dollar/euro : fiche thématique 4.d.
- dollar/yen : fiche thématique 4.d.

 Charges d'intérêts des administrations publiques : 3.3.1.
 Chèques : introduction du chapitre 2. (encadré), 5.2.1., 5.2.2., 5.2.5.
 Circulation fiduciaire: 5.6.1., 5.6.2. (*voir aussi Billets*).
 Codevi : introduction du chapitre 4., 4.3.1.
 Comité des Établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) : fiche thématique 3.b., 4.h., 4.f.
 Comité national de l'euro : 5.6.2., annexe 2.
 Commission bancaire (CB) : 4.3.1., 5.1., fiche thématique 1.g., 2.d., 3.d., 4.e.
 Commission des opérations de bourse (COB) : 2.1.1., fiche thématique 4.f.
 Compensation : 5.4.
 Compte non financier : 4.3.1.
 Comptes chèques postaux : 3.2.2., 4.1.1.
 Comptes financiers de la Nation : 4.1.1.
 Conseil de Lisbonne : encadré 2.2.
 Consommation des ménages : 1.1.1., 1.1.2., introduction du chapitre 2.
 Contrat notionnel : 4.4.4. (*voir aussi Produits dérivés*).
 Contrôle bancaire : fiches thématiques 1.h. , 4.e. (*voir Commission Bancaire - CB*).
 Contrôle des changes : fiche thématique 1.b.
 Convergence :

- économique : 2.1.4.
- financière : 2.1.1.
- juridique : fiche thématique 2.c.

 Coopération internationale : fiche thématique 1.h.

Cours :

- de change : fiches thématiques 1.h., 2.a.
- des actions : fiche thématique 1.h., 3.j., 3.k.

Courtiers en ligne : fiches thématiques 1.g., 4.e.

Créances douteuses : 1.1.1., 1.1.2.

Crédit : 1.1.1., 1.1.2., 1.2.3., 1.3., introduction du chapitre 2., 2.1.4., 2.2., introduction du chapitre 3., 3.1., 3.1.2., 3.2.2., 3.3.2., introduction du chapitre 4., 4.1.1., 4.2., 4.2.3., 4.3.1., 5.2.4., 5.5., fiches thématiques 1.b., 1.h., 2.a., 3.b., 3.g., 3.h., 3.i., 3.j., 3.k., 3.l. et 5.a.

- à l'habitat : introduction du chapitre 4.
- immobilier : fiche thématique 3.h.
- à la consommation : introduction du chapitre 4.
- interentreprises : fiche thématique 3.i.

D

Déficit public (*voir aussi Besoin de financement des administrations publiques, Dette publique, Finances publiques*) :

- de la France : 3.3.1, 3.3.2, fiches thématiques 3.f, 3.l.
- de la zone euro : 3.3.2, fiche thématique 3.a. (*voir aussi Convergence*).

Délais de paiement : fiche thématique 3.i.

Démarchage bancaire et financier : fiche thématique 4.f.

Dépôts à terme : introduction du chapitre 3., 3.1.1., 4.1.1., fiche thématique 3.e.

Dépôts à vue : 3.1.1., 4.1.1., 4.3.1., fiche thématique 3.e.

Dette publique (*voir aussi Besoin de financement des administrations publiques, déficit public, finances publiques*) :

- de la France : 4.1.1., 4.2.2., 5.6.2., fiches thématiques 3.a., 3.l.
- de la zone euro : 3.3.2., fiches thématiques 1.f. et 3.a. (*voir aussi Convergence*).
- gestion de la dette publique : fiches thématiques 3.a et 3.l.

Dollar des États-Unis : 1.2.1, introduction du chapitre 2., fiches thématiques 2.a., 4.b., 4.d., 5.a.

Durée de détention :

- des actions : fiches thématiques 1.g., 3.c., 3.e., 3.j., 3.k.
- des obligations : fiches thématiques 1.g., 3.e., 3.j.

E

E-bond : fiche thématique 1.g.

Échanges extérieurs : 1.1.1., fiche thématique 2.a.

Économies émergentes : 1.2.2., 1.3., introduction du chapitre 2, 2.1., fiches thématiques 1.b., 1.h. (*voir aussi Amérique latine, Asie, Pays émergents*).

Électronique : fiche thématique 1.f.

Émissions :

- Euro : introduction du chapitre 2., 4.1.1.
- Internationales : 2.1.1., fiche thématique 4.b.
- sur le marché domestique :
 - d'actions : introduction du chapitre 2., introduction du chapitre 3., 3.2.2., 4.1.1., 4.1.2., 4.4.1.
 - de titres du marché monétaire : introduction du chapitre 2., 4.1.1., fiche thématique 1.g., 4.b.
 - d'obligations : 1.3, introduction du chapitre 2., introduction du chapitre 3., 3.2.2., 3.3.2., 4.1.1., 4.3.1., 4.4.1., 4.4.2., 4.4.4., fiche thématique 1.b., 1.g., 3.d., 4.c.

Emploi : 2.1.2., 3.2., 3.3.1., fiche thématique 2.c., 3.a., 3.b.

Endettement :

- des ménages : introduction du chapitre 1., 3.1.1., 3.1.2., fiche thématique 3.e., 3.f., 3.g.
- des entreprises : introduction du chapitre 1., introduction du chapitre 3., 3.2.2., 4.1.1., 4.4.2.
- public en Europe : fiche thématique 3.a.

Entreprises :

- d'investissement : 2.1.2., fiche thématique 4.e., 4.f., 4.h.

Eonia (Euro overnight index average) : 2.1.1., 4.4.4.

Épargne : introduction du chapitre 1., 1.1.1., 1.1.2., 2.1.3., 3.1.1., 3.1.2., 3.2., 3.2.2., 3.3.1., fiche thématique 2.c. 3.b.

- contractuelle : introduction du chapitre 3., 3.1.1., 3.1.2.
- financière : 3.1.
- fiscalité : fiche thématique 2.c.
- logement : 3.1.1., 3.1.2, introduction du chapitre 4, 4.3.1., 4.3.2., fiche thématique 3.h.
- publique : 1.1.1.
- salariale : fiche thématique 2.c.

Équilibre :

- des besoins et capacité de financement en France : Introduction du chapitre 3.

Établissements de crédit : introduction du chapitre 2., 2.1.1., 2.1.2., 2.1.4., 2.2. (encadré 2), 3.1.2., introduction du chapitre 4., 4.1.1., 4.1.2., 4.4.2., 4.4.3., 5.2.4., 5.2.5., 5.3., 5.6.1., 5.6.2., fiches thématiques 3.b., 3.h., 3.i., 4.d., 4.f., 4.g., 5.a., (*voir aussi Institutions financières monétaires-IFM*).

États-Unis : introduction du chapitre 1., 1.1.1., 1.2.1. ; 1.2.3., introduction du chapitre 4., 4.2.1., fiches thématiques 1.c., 1.d., 1.g., 2.a., 3.c., 3.e., 3.i., 3.j., 3.k., 4.a., 4.c., 4.d., 4.e.

Euribor (Euro interbank offered rate) : 3.1.1., introduction du chapitre 4., 4.4.4., fiche thématique 4.c.

Euro :

- fiduciaire : 5.2.5., 5.6.1., 5.6.2.
- scriptural : 5.2.2., 5.2.5.
- préparation du passage à l'euro : 5.2.2., 5.6.2.

Eurofi : fiche thématique 2.c.

Eurogroupe : fiche thématique 2.b.

Euro medium term notes (EMTN) : 3.2.2., 4.1.1.

Euronext : introduction du chapitre 1., 1.1.1., 2.1., 4.4.1., 4.4.2., 4.4.4., 5.1., 5.4., 5.5., fiche thématique 2.d., 3.j., 4.i.

Euro système : 1.2.1, introduction du chapitre 2., 2.1., 2.2. (encadré 1), 4.2.4., 4.4.4., 5.1., 5.2.6., 5.5., fiche thématique 2.a., 5.a. (*voir aussi Banque centrale européenne - BCE, Système de banques centrales européennes - SEBC*).

ETF (Exchange traded funds) : fiche thématique 3.j.

F

Fichier bancaire des entreprises (FIBEN) : fiche thématique 3.i.

Financement de l'économie (les circuits) : 4.1.

Financement de l'État : 3.3.1., 3.2.2., 4.1.2.

Finances publiques (*voir aussi besoin de financement des administrations publiques, déficit public, dette publique*) :

- de la France : 3.3.1.
- de la zone euro (*voir aussi Convergence*) : 1.2.3., introduction du chapitre 2., fiches thématiques 3.a. et 3.e.

Fiscalité : 2.1.3., 2.2., introduction du chapitre 3., 3.1.1., 4.1.1., fiches thématiques 2.b., 3.e., 3.f., 3.h.

Fonds commun de créances (FCC) : 4.3.4.

Fonds commun de placements (FCP) : fiches thématiques 3.j., 4.1.1.

- pour l'innovation (FCPI) : fiches thématiques 4.i.
- à risque (FCPR) : fiche thématique 4.i.

Fonds monétaire international (FMI) : introduction du chapitre 1., 1.3., 4.2.4., fiches thématiques 1.a., 1.b., 1.c., 1.e., 1.h.

Fonds de pension : 2.2., 4.3.2., fiches thématiques 2.c., 3.c., 3.e., 4.i.

Fonds propres : 2.1.4., 3.2.2., 4.2.1., 4.4.2., fiches thématiques 3.b., 4.g.

Fonds de soutien des rentes (FSR) : 3.3.2.

Formation brute de capital fixe (FBCF) :

- des entreprises : introduction du chapitre 2., 3.2.2., 4.1.2.
- des ménages : 3.1.

Formules de chèques : 5.2.2., 5.2.5.

Forum de stabilité financière : introduction générale, fiches thématiques 1.d., 1.h., 3.d., 4.e.

Fusions et acquisitions transfrontières : fiche thématique 1.c.

G

Garantie des dépôts : annexe 1.

Grèce : encadré 2.2.

I

Images chèques : 5.2.

Indices boursiers : 4.1.1., fiche thématique 4.a.

Inflation de la France : 4.3.2., fiche thématique 3.f. (voir aussi *indice des prix à la consommation*) :

Institutions financières monétaires (IFM) : 4.1.1., 4.3.1., 5., fiches thématiques 2.a., (voir aussi *Établissements de crédit*).

Intermédiaires financiers : 2.1.3., 4.1.2., 4.3., fiches thématiques 2.c., 3.e., 1.g., 4.g., 4.h.

Intermédiation financière : 4.1.2., fiche thématique 4.g.

Internet : fiches thématiques 1.g., 4.a., 4.i., 4.e.

Investissements de portefeuille :

- dans le monde : introduction du chapitre 1., 1.3.,
- en France et de la France : 4.2., 4.2.2., fiche thématique 3.c.
- en Europe : introduction du chapitre 1., 1.2.1., introduction du chapitre 2., fiche thématique 2.a.

Investissements directs :

- aux États-Unis : introduction du chapitre 1.
- dans le monde : introduction du chapitre 1., 1.3., fiche thématique 1.c.
- des Établissements de crédit français à l'étranger : 4.2., 4.2.1., 4.2.2., fiche thématique 4.d.
- en Europe : introduction du chapitre 1., 1.2.1., fiches thématiques 1.c., 2.a.
- en France et de la France : 4.2., 4.2.1., 4.2.2., 4.2.3., fiches thématiques 3.c., 4.d.

Italie : 2.1.1., 2.1.3., fiches thématiques 3.a., 3.e., 3.i., 4.c., 4.d.

J

Japon : introduction du chapitre 1., 1.1.2., 1.2.1., introduction du chapitre 2., fiches thématiques 1.d., 3.f., 3.i., 4.b., 4.d.

L

Liquidité bancaire : 1.3., fiches thématiques 1.g., 1.h., 3.k. (voir aussi *Secteur bancaire et financier*).

Livrets d'épargne (A, bleus, jeunes, logement, populaires) : 3.1.1., introduction du chapitre 4., 4.1., fiche thématique 3.g.

Loi de Finances (voir aussi Finances publiques) : 3.3.1.

M

M1 : 5.6.1.

M3 : 2.2.

Marché à terme international de France (MATIF) : 4.4.4.

Marché(s) d'actions : 2.1.1., 4.1.2., 4.4.1., fiches thématiques 1.g., 3.c. 4.e.

Marché interbancaire : 2.1.1., 4.2.3., fiches thématiques 1.a., 3.l. (voir aussi *liquidité bancaire*).

Marché monétaire : 2.1.1., introduction du chapitre 3., 3.1.1., 3.2.1., introduction du chapitre 4., 4.1.1., 4.1.2., 4.2.2., 4.3.2., 4.4.3., fiches thématiques 1.f., 2.a., 4.b., 5.a.

Marché obligataire (voir aussi *Obligations*) :

- dans le monde : introduction du chapitre 1., 1.3., 2.1.1., 4.1.1., 4.1.2., 4.4.2. fiche thématique 4.a.
- dans la zone euro : introduction du chapitre 2., 2.1.1., fiches thématiques 1.f., 4.a.
- en France : 4.1.1., 4.1.2., 4.4.2. :
 - primaire : 4.4.2.
 - secondaire : 4.4.2.

Marché des titres de créances négociables : 3.2.2. (voir aussi *Titres de créances négociables - TCN*).

Marchés de produits dérivés : 4.4.4. (voir aussi *Produits dérivés*).

Marchés de taux : 1.2.3., fiche thématique 1.f.

Marchés réglementés : 2.1.2., fiche thématique 2.d. (voir aussi *Bourse de Paris, MATIF*).

Masse monétaire (voir M1, M3).

Microfinance : fiche thématique 3.b.

Monnaie électronique (voir aussi *Porte-monnaie électronique*) : 2.1.2., 2.2. (encadré), 5.2., 5.2.4., fiche thématique 2.c.

Monnaie fiduciaire : 2.2., 5.2.1., 5.6., 5.6.1. (voir aussi *Billets*).

Monnaie unique : 2.1.1, 2.1.4., 4.2.2., 4.2.3., 4.4.1., 4.4.2., 5.2.6., fiches thématiques 2.b., 3.c., 4.b., 4.c. (voir aussi *Euro*).

Moyens de paiement : 1.2., annexe 2., (voir aussi *Billets, Cartes bancaires, Chèques, Monnaie fiduciaire, Monnaie électronique, Porte-monnaie électronique, Titre interbancaire de paiement, Virements*).

N

Nouveau marché : 1.2.2., 3.2.1., 4.4.1., fiches thématiques 3.j., 4.e.

Nouvelle économie : 1.2.2, introduction du chapitre 2., 4.4.2., fiches thématiques 1.c., 1.g., 1.h., 3.d., 3.j., 4.e., 4.i.

O

Obligations (voir aussi *Marché obligataire*) : 1.2.3., 1.3., introduction du chapitre 2., 2.1.2., 2.1.3., 3.1.1., 3.1.2., 3.2.1., 3.2.2., 3.3.2., 4.1.1., 4.1.2., 4.2.2., 4.3.1., 4.3.2., 4.3.3., 4.4.2., 4.4.4., fiches thématiques 1.a., 1.d., 1.f., 1.g., 2.a., 2.d., 3.e., 3.g., 3.i., 3.k., 4.a., 4.b., 4.c. et 4.g.

Obligations assimilables du Trésor (OAT) : 3.3.2., 4.1.1., 4.1.2., 4.2.2., fiches thématiques 3.1., 4.c., annexe 2.
 Obligations convertibles : 3.2.2., 4.4.2.
 Obligations foncières : 4.4.2., fiches thématiques 1.f., 4.c. (voir aussi *Société de crédit foncier*).
 Opérations de change : fiche thématique 5.a.
 Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : 2.1.1., 2.2. (encadré 2), introduction du chapitre 3, 3.1.1., 3.1.2., 3.2.1., 3.2.2., 4.1.1., 4.1.2., 4.2.2., 4.2.3., 4.3.1., 4.3.2., 4.3.3., 4.4.1., 4.4.3., fiches thématiques 3.c., 3.e., 3.j., 4.g., 4.h.
 Organismes divers d'administration centrale (ODAC) : 3.3.1., 3.3.2.

P

Pacte de stabilité et de croissance : fiches thématiques 2.b., 3.a. et 3.h.
 Paiements de masse : 5.2.1. (voir aussi *Avis de prélèvement, cartes bancaires, Chèques, Système interbancaire de télécompensation - SIT, Titres interbancaires de paiement - TIP*).
 Paris Europlace : fiche thématique 4.i.
 PASF (Plan d'action pour les services financiers) : 2.1.2.
 Patrimoine des ménages : fiches thématiques 3.f., 3.g.
 Pays :

- émergents : 1.2.3., 3.2., 3.3., fiches thématiques 1.d., 4.d. (voir aussi Amérique latine, Asie)
- en transition : 1.3. (voir aussi *Pays d'Europe centrale et orientale*).

 Pays pauvres très endettés : fiches thématiques 1.e.
 Pensions livrées : 5.5., fiche thématique 2.c.
 Petites et moyennes entreprises (PME) : 2.1.4., 5.2.3., 5.2.4., fiches thématiques 3.b., 3.i., 4.a.
 Place financière de Paris : 4.4.1., fiche thématique 4.i.
 Placement des ménages : 3.1.1., fiches thématiques 3.f., 3.g.
 Placement des sociétés : 3.2.1.
 Plan d'épargne :

- en actions (PEA) : introduction du chapitre 3., fiches thématiques 3.j., 3.k.
- logement (PEL) : 3.1.1., 4.1.1., fiche thématique 3.h.
- populaire (PEP) : 3.1.1., 4.1.1., fiches thématiques 3.g., 3.k.

 PNS (Paris net settlement) : 5.3.
 Politique monétaire : 1.2.3., introduction du chapitre 2., 2.2. (encadré 1), introduction du chapitre 4., 5.1., 5.5., 5.6.2., fiches thématiques 1.a., 4.c., 5.a.
 Population (Aspects financiers du vieillissement) : fiche thématique 3.f., annexe 2.
 Porte-monnaie électronique (voir aussi *Monnaie électronique*) : 5.2., 5.2.4.
 Prélèvements obligatoires : 3.3.1.
 Prêteur en dernier ressort : fiches thématique 1.a.
 Price Earning Ratio (PER) : fiche thématique 4.a.
 Prime de risque : 1.3., fiche thématique 4.a.
 Privatisations : 1.3., 3.3.2., fiches thématiques 1.c. et 3.c.
 Prix des actifs : 1.1.1.
 Produits dérivés : 2.1.4., 3.2.1., 4.1.1., 4.4.2., 4.4.4., fiches thématiques 1.f., 1.g., 2.d., 3.l. et 4.h.
 Produit intérieur brut (PIB) : introduction du chapitre 1., 1.1.1., 1.1.2., 1.3., introduction du chapitre 2., 2.2., introduction du chapitre 3., 3.3.1., 3.3.2., introduction du chapitre 4., 4.1., 4.1.2., fiches thématiques 1.e., 2.a., 3.a., 3.e., 3.f. et 4.g.
 Provisions techniques : 4.3.2., fiche thématique 3.e.

R

Régime de change : 1.3.
 Règlement livraison de titres (Relit) : 2.1.1., 5.5. fiches thématiques 1.f., 2.c., 2.d, 5.a.
 Régulation financière internationale : 1.3.
 Relit grande vitesse (RGV) : 5.5.
 Rentabilité :

- des entreprises : 3.2.2., fiche thématique 3.c.
- des établissements de crédit : 2.1.4.

 Réserves de change : 1.3, 2.2.
 Réserves obligatoires : 2.1.2., fiche thématique 1.b.
 Réserves techniques d'assurance : 3.1.1.
 Restructuration du secteur bancaire :

- au Japon : 1.1.2.
- en Turquie : 1.3.

 Risques : introduction du chapitre 2., 2.1.3., 2.1.4., 4.1.2., 4.3.2., 4.4.2., 5.2.5., 5.4., fiches thématiques 1.a., 1.b., 1.c., 1.g., 1.h., 3.d., 3.f., 3.j., 3.l., 4.d., 4.e., 4.h., annexe 2

S

Secteur bancaire et financier : voir *établissements de crédit, institutions financières monétaires*.
 Services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) : 4.1.1., 4.3.1., fiche thématique 4.g.
 Sicav (voir aussi OPCVM) : 4.1.1., fiches thématiques 3.g., 3.j.
 Sicovam : 2.1.1., 4.4.2., 5.1., 5.5.
 Spreads : 1.2.3., fiches thématiques 4.c.
 Surendettement : 1.2.3., 3.3.2., 4.1.1., fiches thématiques 3.d., 3.e.
 Système de règlement brut en temps réel : 5.a.
 Système européen de banques centrales (SEBC) : encadré 1, 4.2.3, fiches thématiques 1.b., 2.b. (voir aussi *Banque centrale européenne - BCE, Eurosysteme*).
 Système interbancaire de compensation (SIT) : 5.2., 5.3. (voir aussi *paiements de masse*).
 Système net protégé (SNP) : 5.3.
 Swaps : 1.2.3., 2.1.1., 4.4.4., fiches thématiques 1.f., 3.l., 4.c.

T

Target : 2.2. (encadré 1), 4.2.3, 5.3., fiche thématique 5.a.
 Taux d'autofinancement des sociétés : 3.2.2.
 Taux de change : introduction du chapitre 1, 1.2.1., 1.3, introduction du chapitre 2., fiches thématiques 2.a., 2.b., 4.d.

- effectif : introduction du chapitre 4.

 Taux d'épargne financière : fiche thématique 3.f. (voir aussi *Épargne*)
 Taux d'épargne :

- des administrations publiques : 3.3.1.
- des entreprises : 3.2.
- des ménages : 1.1.1., 3.1., fiche thématique 3.f.

 Taux d'intérêt : 1.2.3., 1.3., introduction du chapitre 2., 2.1.1., 3.2., 3.1.1., 3.2.1., 3.2.2., 3.3.1., introduction du chapitre 4., 4.1., 4.3.2., 4.4.4., fiches thématiques 3.a., 3.c., 3.e., 3.h., 3.i., 3.l., 4.a., 4.c., 4.g., 4.h.
 Taux d'intermédiation financière : 4.1.2.
 Taux d'usure : fiches thématiques 4.h.
 Télécommunications : fiche thématique 1.2.2., 3.d., 4.i.
 Titre interbancaire de paiement (TIP) : 5.2.1., 5.2.5.

Titres de créances négociables (TCN) : 2.1.1., 3.1.1., fiche thématique 3.e.

Titrisation : 4.3.4., 4.4.3. (*voir aussi Fonds commun de créances*).

Transactions courantes : 1.3.

- des États-Unis : introduction du chapitre 1., 1.1.1.
- de la France : 4.2.
- de la zone euro : introduction du chapitre 1., fiche thématique 2.a.
- du Japon : introduction du chapitre 1.

Transactions de change : fiche thématique 1.g.

Transferts Banque de France (TBF) : 5.3., 5.5.

Trésor public : 5.6.2.

Turquie : 1.2.2., 1.3., fiche thématique 4.d.

U

Union monétaire : 2.2. (encadré 1), fiche thématique 3.a.

Usure : fiches thématiques 3.b., 4.f, annexe 2.

V

Valeurs technologiques : 4.a.

Variations de change : fiche thématique 2.a.

Viellissement de la population : fiches thématiques 3.f.

Virements : 2.1.1., 5.2.1., 5.2.5., 5.2.6.

Volatilité : 1.2.2., 1.3., introduction du chapitre 2., 2.1.4., 4.3.2., 4.4.1., fiches thématiques 1.b., 1.g., 3.1., 4.c., 4.e.

Y

Yen : 1.1.2., 1.2.1., fiche thématiques 4.b., 4.d., 5.a.

Z

Zone euro : introduction du chapitre 1., 1.2.1., 1.2.3., introduction du chapitre 2. 2.1.1., 2.1.4., 2.2. (encadré 1), 3.3.1., 3.3.2., introduction du chapitre 4., 4.1., 4.2.1., 4.2.2., 4.2.3., 4.2.4., 4.4.2., 4.4.3., 4.4.4., 5.1, 5.2.5., 5.2.6., 5.6.1., fiches thématiques 1.c., 1.f., 1.g., 2.a., 2.b., 2.c., 3.a., 3.e., 3.j., 3.e., 3.j., 4.a., 4.b., 4.c.

PUBLICATIONS DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE DIFFUSÉES PAR LA BANQUE DE FRANCE EN 2001 (Tarif applicable au 1 ^{er} janvier 2001)	Périodicité (a)	Prix HT		Taux de TVA (b)	Prix TTC	
		EUR	FRF		EUR	FRF
Rapport du Conseil national du crédit et du titre (Exercice 2000)	A	36,13	236,97	5,50	38,11	250
Rapport du Comité consultatif (Exercice 2000-2001) – À paraître : 4 ^{ème} trimestre 2001	A	21,68	142,18	5,50	22,87	150
<i>Rapports des groupes de travail du Conseil national du crédit et du titre :</i>						
1. Instruments d'épargne (1986)		5,78	37,91	5,50	6,10	40
2. Aspects juridiques des nouveaux moyens de paiement (1986)		7,22	47,39	5,50	7,62	50
3. Financement du développement régional (1986)		7,22	47,39	5,50	7,62	50
4. Incidence des technologies nouvelles sur l'activité des intermédiaires financiers (1987)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
5. Aspects européens et internationaux des cartes de paiement (1988)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
6. Cartes à microcircuit, télétransactions et nouveaux services (1988)		7,22	47,39	5,50	7,62	50
7. Coût du crédit aux entreprises selon leur taille (1988)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
8. Fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen (1988)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
9. Modernisation et gestion sociale des établissements de crédit (1989)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
10. Désinflation, épargne et endettement (1990)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
11. Mesure de la productivité dans les établissements de crédit (1990)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
12. Allocation des flux d'épargne (octobre 1991)		7,22	47,39	5,50	7,62	50
13. Évaluation technologique du système financier français (novembre 1991)		28,90	189,57	5,50	30,49	200
15. Le financement de la très petite entreprise (novembre 1992)		17,34	113,74	5,50	18,29	120
16. Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit (janvier 1993)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
17. Les garanties et le crédit aux entreprises (septembre 1993)		17,34	113,74	5,50	18,29	120
18. Épargne stable et financement de l'investissement (mars 1994)		17,34	113,74	5,50	18,29	120
19. Risque de crédit (septembre 1995)		17,34	113,74	5,50	18,29	120
20. L'EDI financier et paiements (septembre 1995)		28,90	189,57	5,50	30,49	200
22. Bilan et perspectives des moyens de paiement en France (février 1996)		21,68	142,18	5,50	22,87	150
24. Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres et annexes (mai 1997)		54,19	355,45	5,50	57,17	375
25. Banque électronique (août 1997)		36,13	236,97	5,50	38,11	250
26. Le financement de l'entreprise (janvier 1999)		36,13	236,97	5,50	38,11	250
29. Aspects financiers du vieillissement de la population (mars 2001)		36,13	236,97	5,50	38,11	250
<u>27. Rapport du Comité de surveillance du secteur bancaire et financier auprès de la Mission d'étude sur la spoliation des Juifs de France (2000)</u>		21,68	142,18	5,50	22,87	150
<i>Rapports des groupes de travail du Comité consultatif :</i>						
1. Endettement et surendettement des ménages (1989)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
2. Nouveaux travaux sur les cartes de paiement (1990)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
3. Aspects juridiques de la banque à domicile et du télépaiement (décembre 1991)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
4. La réforme de la législation sur l'usure : un premier bilan (décembre 1992)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
<u>Études réalisées à la demande du Secrétariat général du CNCT et qui n'engagent que leurs auteurs :</u>						
14. Coût et concurrence dans l'industrie bancaire (mars 1992)		7,22	47,39	5,50	7,62	50
21. Les organisations interbancaires en Europe (novembre 1995)		36,13	236,97	5,50	38,11	250
23. Banques et non-banques dans la chaîne de valeur ajoutée du paiement (décembre 1996)		21,68	142,18	5,50	22,87	150
28. Enquête sur les personnes interdites de chèquiers (juin 1999)		14,45	94,79	5,50	15,24	100
30. L'utilisation des moyens de paiement et l'accès au crédit des bénéficiaires de minima sociaux (juin 2001)		21,68	142,18	5,50	22,87	150

Commandes		Consultation et vente au numéro
Mode de règlement (chèque bancaire ou postal à l'ordre de « Banque de France – Publications »)	Commandes par correspondance BANQUE DE FRANCE 07-1050 Relations avec le public 75049 Paris Cedex 01	BANQUE DE FRANCE Direction de la Communication Service Relations avec le public 48, rue Croix-des-Petits-Champs 75001 Paris Heures d'ouverture : lundi, mardi, mercredi et vendredi : 9 h 30 – 16 h jeudi : 9 h 30-18 h
Téléphone : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40		

Pour les autres publications, se reporter au site Internet de la Banque de France : <http://www.banque-france.fr> ou à son catalogue des publications, diffusé par le service Relations avec le public (il peut être obtenu, sur demande, à l'adresse indiquée ci-dessus).

(a) A : Annuelle

(b) Article 298 *undecies* du CGI

BON DE COMMANDE



Merci de compléter ce bon de commande en lettres majuscules en reprenant références et prix dans les pages précédentes

Nom : Prénom :
Raison sociale :
Adresse :
.....
Code postal : Ville :
Téléphone :
Activité :
N° Siret : Code NAF:

Ressortissant de l'Union européenne

N° identifiant TVA. À défaut la TVA française sera appliquée :
Votre règlement doit être effectué Hors Taxes

Non ressortissant de l'Union européenne

Votre règlement doit être effectué Toutes Taxes Comprises.

Je commande les publications suivantes :

TITRE	Quantité	Prix HT	Prix TTC	TOTAL

TOTAL

Ci-joint mon règlement deEUR
.....FRF
à l'ordre de « Banque de France – Publications »
Fait à, le 200...
Signature :

Merci de renvoyer ce bon de commande sous enveloppe affranchie, à l'adresse suivante :

Banque de France
07-1050 Service relations avec le public
75049 PARIS CEDEX 01
Tél. : 33 (1) 42 92 39 08 Fax : 33 (1) 42 92 39 40



